

La question des Changes depuis la Guerre

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 4 Décembre 1920 à 3 heures 1/2

PAR

Henri BURTON

Diplômé de l'École des Sciences Politiques

Président : M. TRUCHY, professeur.

Suffragants { MM. HITIER
GERMAIN MARTIN } *professeurs.*

PARIS (V^e)

MARCEL GIARD & C^{ie}, Libraires-Éditeurs

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

—
1921

THESE
POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.***

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

La question des Changes depuis la Guerre

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Samedi 4 Décembre 1920 à 3 heures 1/2

PAR

Henri BURTON

Diplômé de l'École des Sciences Politiques



Président : M. TRUCHY, professeur.

Suffragants { MM. HITIER
GERMAIN MARTIN } *professeurs.*

PARIS (V°)

MARCEL GIARD & Cie, Libraires-Éditeurs

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

—
1921

INTRODUCTION

La guerre a placé les questions économiques au premier rang des préoccupations quotidiennes du public. Auparavant indifférent, il s'efforce actuellement de pénétrer les innombrables problèmes soulevés par les traités internationaux, les finances publiques, les transports, la vie chère. L'attention unanimement accordée à la question des changes caractérise bien ce nouvel état d'esprit. La complexité de cette question avait toujours écarté les curiosités un peu superficielles de la plupart des Français, qui se rappelaient, non sans orgueil, avoir, lors d'un voyage en Espagne ou en Suisse, échangé leurs francs contre un nombre supérieur de pesetas ou de francs suisses et s'en tenaient à cette simple constatation. Mais, récemment, nous avons vu les journaux les plus graves, s'adressant à des lecteurs qu'on eût pu croire mieux avertis, publier une série d'articles fort instructifs pour exposer les notions élémentaires de cette question.

Le cataclysme mondial a en effet complètement bouleversé la situation économique internationale.

Sous le poids de dettes dont l'imagination la plus libre n'eût osé concevoir le montant, les brillants et puissants créanciers d'autrefois se demandent avec anxiété comment ils tiendront leurs engagements. Le désarroi des changes, conséquence des ruines et des dettes accumulées, entravant les transactions et isolant les pays, amène les créanciers actuels à considérer sous un jour sombre les lendemains réservés à leur rapide prospérité. Tous les peuples réclament l'adoption et la mise en œuvre de moyens propres à éviter quelque catastrophe d'une gravité inconnue. Un examen scientifique de la question des changes s'impose à l'heure où le besoin urgent de solutions risquerait de faire admettre l'application de procédés dictés par le plus déplorable empirisme.

Le travail que nous présentons se divise en deux parties.

Dans la première partie, nous avons repris la théorie classique des changes, telle que l'avaient fixée les maîtres de l'économie politique, nous efforçant de montrer la confirmation que lui donnèrent les événements envisagés, de mettre en évidence, notamment les conséquences désastreuses d'un change déprécié.

Dans la deuxième partie, nous avons exposé les remèdes auxquels ont déjà eu recours les pays intéressés, ne nous permettant d'en apprécier la valeur que dans la mesure où nous avons pu dégager clairement les résultats obtenus.

Nos investigations ont porté sur la période qui s'étend du mois d'août 1914 au 30 septembre 1920. Depuis la fin des hostilités, certaines solutions, conformes aux exigences de la guerre, doivent être abandonnées ou transformées pour s'adapter aux besoins de l'état de paix et de la reconstitution économique. On voudrait espérer qu'après de laborieux tâtonnements naîtra bientôt l'aurore d'une période nouvelle où de larges ententes internationales, une plus juste compréhension des intérêts de chaque peuple et une politique économique précise des gouvernements atténueront enfin les difficultés présentement si angoissantes.

Il va sans dire, que nous ne prétendions point établir un programme détaillé des mesures nécessaires. Tout au plus, pouvions-nous indiquer les grandes lignes suivant lesquelles devra se poursuivre l'évolution de la question des changes pour que soient atteints les résultats désirés. Notre but principal fut constamment de choisir le plus grand nombre de faits et de chiffres intéressants et de les classer, avec soin et méthode.

PREMIÈRE PARTIE

Le Change international

Son rôle dans la vie économique

LES DIFFÉRENTES SIGNIFICATIONS DU MOT CHANGE.

Le mot « change » est souvent pris dans des acceptions différentes.

Dans son acception originelle, il désigne un échange de pièces de monnaie contre des pièces d'un autre pays ou contre des pièces de valeur différente, un troc de pièces de monnaie. L'inexistence ou le faible développement des moyens de crédit, qui nécessitent le règlement en numéraire de toute transaction, donnent un grand développement à ce commerce. Ainsi en fut-il au moyen-âge. Mais ce trafic, plus particulièrement désigné sous le nom de *change manuel*, ne joue plus qu'un rôle secondaire dans l'ensemble des tran-

sactions internationales. Le voyageur se rendant à l'étranger n'emporte de son pays que très peu de pièces or ou argent. Il leur préfère les instruments de crédit plus aisément transportables, comme les billets de banque, et qui lui offrent en outre plus de sécurité, comme les traites, les chèques, les lettres de crédit, libellés en monnaie de son pays ou en monnaie étrangère.

Depuis la guerre, cette opération ne saurait faire l'objet d'une étude, toutes les puissances ayant, durant les hostilités, prohibé et presque'unanimentement maintenu, malgré le retour de l'état de paix, la sortie des métaux précieux pour compte particulier.

On emploie le mot change, dans une deuxième acception, pour désigner la série d'actes juridiques qui permettent d'effectuer le règlement d'une dette sur une place étrangère ou, au contraire, qui permettent de faire rentrer une créance que l'on possède sur cette place et pour désigner aussi l'ensemble des procédés économiques utilisés pour faciliter le jeu de ces opérations et régulariser le cours des devises. C'est le sens qu'on lui donne quand on parle du *mécanisme du change*, c'est-à-dire des diverses opérations relatives aux paiements internationaux.

Le mot change sert, en troisième lieu, à désigner ces marchandises, d'une nature spéciale, utilisées pour les règlements de place à place : lettres de change, chèques, coupons. Suivant le cas, *l'on achète ou l'on*

vend du change, sur Londres par exemple. Ces marchandises ont un cours officiel, le « *cours des changes* ». Les mots « *devise* » et « *valuta* » sont alors synonymes de « *change* ». On dit encore « *le Londres est à 50 francs* » et « *le Berlin à 24 francs* », pour « l'effet de 1 £ sur Londres se paye 50 francs », « l'effet de 100 marks sur Berlin, 24 francs. »

Enfin le mot *change* désigne l'écart entre le cours du papier ou d'une monnaie et leur pair ; il sera par exemple de + 10 % ou de — 10 %. C'est le sens qu'il prend, quand on parle du *phénomène du change*.

Nous nous proposons de déterminer les causes de cette prime ou de cette perte et les causes de leurs variations, puis d'établir les relations de ces variations avec le mouvement des transactions internationales.

MÉCANISME DU COMMERCE INTERNATIONAL.

Le but de l'activité économique de tout homme est de produire, au sens large du mot, pour obtenir par voie d'échange ce qu'il estime nécessaire à la satisfaction de ses besoins. Finalement il consomme une quantité de richesses égale en valeur à la quantité qu'il en offre sur le marché. Serrons de plus près cette proposition qui de prime abord pourrait sembler paradoxale.

En échange de ses produits ou de ses services,

l'homme reçoit, dans l'organisation actuelle de la vie économique, une certaine quantité de monnaie dont il fait deux parts. Il consacre la première à l'achat des marchandises indispensables à son entretien et à celui de sa famille, à la satisfaction de ses goûts de luxe, à la marche normale de ses affaires. L'autre portion est économisée, capitalisée, et par conséquent également dépensée. Cette dernière dépense est fructueuse pour tous quand elle se traduit par une acquisition de valeurs mobilières, par un versement à une banque ou à une caisse d'épargne qui tirent profit de la somme qu'on leur confie; elle est stérile si les pièces sont conservées telles quelles et thésaurisées. Nous ne nous trouvons même plus en présence d'une capitalisation, mais en présence d'une véritable consommation de monnaie et d'une destruction de son utilité sociale. En recevant des pièces de monnaie, comme contre-partie de son travail, l'avare obtient une satisfaction immédiate de sa passion la plus vive.

Concluons. Un individu est rémunéré de la vente de ses produits et de ses services par l'acquisition de produits et de services. La monnaie ne constitue qu'une rémunération provisoire lui permettant d'attendre et de choisir la rémunération effective conforme à ses désirs et à ses besoins.

Ce qui est vrai d'un individu l'est-il d'une nation ? L'étranger la paye-t-il des produits qu'il en importe et des services qu'il en reçoit uniquement avec les

produits qu'il lui fournit et les services qu'il lui rend ? Peut-on imaginer, à l'instar des mercantilistes, un Etat ne recevant que de la monnaie en paiement de ses exportations ? L'examen des faits nous fournira réponse à ces questions.

En échange de leurs produits, les exportateurs reçoivent de la monnaie. Celle-ci se comporte dans certains cas comme une marchandise ordinaire répondant aux besoins économiques du pays auquel elle est offerte. En effet, elle peut être thésaurisée ou transformée par des industriels, les orfèvres notamment. Dans un pays souffrant d'un resserrement monétaire, elle accroît utilement le numéraire en circulation; elle est alors portée aux Hôtels des Monnaies et convertie en pièces nationales. Dans ces différentes hypothèses, le pays importe, en échange de ses produits, les matières premières, or ou argent, que réclamaient ses industries et son commerce ou la manie de thésaurisation de quelques habitants. Qu'arrive-t-il si cette monnaie ne répond ni aux besoins de thésaurisation, ni aux besoins industriels, ni aux besoins monétaires ? Reste-t-elle dans la circulation du pays qui l'a reçue et constitue-t-elle le paiement définitif de ses exportations ?

Cet accroissement de la quantité du numéraire en circulation entraîne une hausse de tous les prix, tandis que sa raréfaction détermine leur baisse sur les places qui le donnèrent en paiement. Chez les uns, il y a aug-

mentation, chez les autres, diminution du pouvoir d'achat de la monnaie. Ce dénivellement des prix favorise les achats étrangers dans les pays où la monnaie est relativement rare, s'oppose à ces mêmes achats dans ceux où elle est relativement abondante. Un courant de transactions draine le métal vers les places qui l'exportèrent en trop forte quantité et substitue le paiement définitif en nature au paiement temporaire en espèces.

Le cycle de la circulation des richesses entre nations étant complètement parcouru, le résultat final est l'échange des produits et des services contre d'autres produits et d'autres services. L'or et l'argent n'interviennent dans cette circulation que pour faciliter le transport juridique des richesses; « ils agissent comme l'huile pour lubrifier les rouages, mais tout se passe comme si les métaux précieux n'existaient pas et si le commerce de pays à pays se bornait au troc de leurs produits respectifs ¹. »

BALANCE DU COMMERCE ET BALANCE DES COMPTES.

Comment évaluer le « doit » et l'« avoir » d'une nation dans son commerce avec les autres pays ?

Longtemps on s'en tint à la notion de la *balance*

1. Gide, *Histoire des doctrines économiques* (Gide et Rist), 1^{re} édit., p. 191.

du commerce, « différence entre la valeur des importations et celle des exportations »¹; mais on donnait à ces mots le sens très restreint d'importations et d'exportations de marchandises. La balance était *favorable* si l'on avait exporté plus de marchandises qu'on en avait importé, *défavorable* en cas contraire. Un pays dont la situation était florissante devait avoir une balance du commerce favorable.

L'observation révèle vite l'absurdité d'une pareille conception. Les statistiques montrent que les pays riches et prospères ont généralement une balance du commerce défavorable. Il en était ainsi notamment de la France et de l'Angleterre avant 1914. Les chiffres du commerce extérieur français nous donnent, pour l'année 1913, 6.880 millions d'exportations contre 8.421 millions d'importations, soit un excédent de plus de 1.500 millions des achats sur les ventes. En ce qui concerne l'Angleterre, la différence est encore plus sensible. Pour l'année 1913, nous trouvons un excédent de £ 134.000.000 des importations sur les exportations, soit une différence de près de 3 milliards et demi de francs en faveur des achats de marchandises. Et ces deux pays avaient de longue date une balance constamment défavorable.

Dira-t-on que le déficit fut comblé par des envois d'or et d'argent ? Les faits démentent cette hypothèse.

1. Gide, *Cours d'économie politique*, 3^e édit., p. 390.

se, car le stock-or de la France s'est accru, pendant la période 1908-1912, de 1.562 millions¹.

Le vice de la conception de la balance du commerce est de prendre les mots importation et exportation dans un sens trop restreint, de laisser à l'écart des sources de créances ou de dettes autres que l'achat ou la vente de marchandises. Elle n'aperçoit pas qu'une série d'importations et d'exportations « invisibles »² rétablit l'équilibre dans le trafic international des produits et des services.

Il faut mettre d'un côté toutes les créances, de l'autre toutes les dettes, envisager non point la balance du commerce, mais *la balance des comptes*³ ou *balance des paiements*⁴.

Remarquons d'abord que les chiffres que nous donnions plus haut sont ceux du *commerce spécial* et qu'ils n'englobent pas les achats et ventes de marchandises exportées de France ou d'Angleterre après y avoir été placées sous le régime du transit ou de l'admission temporaire. Or ces transactions laissent aux deux pays de très gros bénéfices. La vente des denrées coloniales, dont l'Europe prend livraison dans les docks de Londres ou de Liverpool, procure à la Grande-

1. Nous empruntons ce chiffre à l'ouvrage cité de M. Gide, p. 392.

2. Gide, *op. cit.*

3. Gide, *op. cit.*

4. Oppenheimer, *L'économie pure et l'économie politique*, t. II.

Bretagne des profits qui atteignent chaque année des chiffres énormes.

Aux totaux que vous avons cités, il faut ajouter le produit *des ventes de navires*, dont ne font pas état les statistiques douanières, et il est inutile d'insister sur l'importance de ces ventes pour un pays comme l'Angleterre.

Mais des négociations qui, par leur ampleur, contribuent puissamment à modifier la balance des comptes, dans un sens ou dans l'autre, sont celles qui portent sur les valeurs mobilières et les capitaux disponibles.

Lorsqu'il place au dehors des emprunts nationaux, des actions ou des obligations de sociétés industrielles, un pays exporte en quelque sorte une portion de ses ressources naturelles¹. Le pays qui, après avoir acquis ces valeurs, en renvoie les coupons aux échéances ou les titres amortis après tirage agit comme s'il exportait du numéraire. La France et l'Angleterre, banquiers du monde avant la guerre, payaient de la sorte une grosse fraction de leurs achats.

1. « Le grand progrès de notre siècle est d'avoir si bien combiné la propriété et le titre de propriété, que le titre soit en effet devenu identique à la propriété elle-même. On envoie aujourd'hui dans une lettre, de France en Angleterre, au Canada et réciproquement, les usines, les fabriques, tout ce qui se possède en un mot. La chose est immobile, mais son image est sans cesse transportée d'un lieu dans un autre; c'est comme un jeu de miroir qui enverrait un reflet au bout du monde. Le miroir s'incline, le reflet va frapper plus haut, plus bas, à droite, à gauche. La chose est dans un lieu, mais on en jouit partout : qui en a le reflet la possède. » L. Say, Introduction à la *Théorie des changes*, de Goschen.

Les capitaux disponibles circulent entre les pays : 1^o pour effectuer le règlement d'achats de marchandises; 2^o pour des raisons purement spéculatives, en vue du bénéfice que peut procurer une différence des cours d'une devise. Un financier anglais achète des francs dont il escompte la hausse. Il met des livres-sterling à la disposition de celui qui lui vend ces francs; il dépose momentanément ces francs dans une banque et les retirera, pour les revendre, quand une hausse du franc lui permettra d'obtenir un nombre de livres supérieur à celui qu'il déboursa. Ces opérations spéculatives ont toujours joué un grand rôle dans le mécanisme des changes; mais plus particulièrement, comme nous le verrons, dans l'économie actuelle.

Parmi les services que les peuples échangent et qui sont une source importante de dettes ou de créances figurent, en premier lieu, *les transports maritimes*. L'Angleterre, les Etats-Unis, la Scandinavie, le Japon perçoivent chaque année des sommes importantes pour *frêts et assurances*. Par contre, la France paye très cher l'insuffisance de son tonnage. Il faut tenir compte également des sommes dues pour *les transports terrestres*, à l'occasion des transits de marchandises. Souvent une concurrence très âpre s'engage entre les chemins de fer d'Etats voisins, pour accaparer ce trafic. Vient, ensuite les *commissions* dues aux *banquiers*, aux courtiers et intermédiaires de toute sorte, les *honoraires* des ingénieurs-conseils, des avocats ayant

prêté leur concours à des entreprises étrangères.

Enfin les étrangers qui séjournent dans un pays lui apportent des sommes souvent considérables. C'est ce que l'on appelle l'exportation à l'intérieur. La Suisse, la France sont, sous ce rapport, particulièrement favorisées.

Suivant les éléments qui dominent dans l'établissement de la balance de leurs comptes et le côté où ils y figurent, les nations se répartissent en différentes catégories¹ :

1^o Les nations jeunes possédant de grandes richesses inexploitées. Elles s'adressent aux capitalistes étrangers qui leur consentent des avances, à plus ou moins long terme, ou qui entreprennent, à leurs risques et périls, la mise en valeur de ces richesses. En échange des droits qu'elles accordent à ces capitalistes sur leurs mines, leurs terres, leurs industries, ces nations reçoivent l'outillage et les matières premières indispensables. Elles ont une balance du commerce défavorable. Dans leur balance des comptes, figurent, d'un côté, des importations de marchandises, de l'autre, des exportations de valeurs mobilières.

2^o Les nations qui, après avoir franchi ce premier stade de l'appel au capital étranger, sont en pleine prospérité, mais ont une dette extérieure plus ou moins élevée. Tels étaient les Etats-Unis avant la guerre.

1. Cf. Hartley Withers, *Money Changing, an introduction to foreign exchange.*

Ces nations paient avec leurs produits les charges de leurs dettes. La balance du commerce leur est favorable. Dans la balance des comptes, leurs exportations assurent non seulement le règlement de leurs importations, mais encore le service de leurs emprunts.

3° Les nations disposant de gros capitaux, dont elles trouvent l'emploi plus avantageux à l'étranger que chez elles. Ces pays ont une balance du commerce défavorable et les coupons qu'ils détachent des valeurs mobilières étrangères qu'ils ont acquises soldent le surplus de leurs importations. Jusqu'en 1914, l'Angleterre, la France et l'Allemagne se classaient dans ce groupe.

Quand la Russie contractait un emprunt en France, elle devenait notre créancière du montant de cet emprunt. Nous lui payions cette dette en lui livrant des machines, des tissus, du matériel de guerre. Si ces articles ne couvraient pas la totalité de l'emprunt nous lui fournissions alors du change qui lui permettait d'acquitter ses achats dans d'autres pays. Quand les premiers coupons de ces emprunts étaient échus, nous les remettions à la Russie en paiement des céréales, du lin, des œufs, des huiles minérales qu'elle nous procurait chaque année¹.

1. Commerce de la France avec la Russie (en millions de francs) :

	1912	1913
	—	—
Importations	432	62
Exportations	458	83

4^o Les pays qui, après avoir été riches, sont en décadence ou traversent une période difficile et ne peuvent équilibrer leurs comptes que par le sacrifice d'une partie de leurs économies et de leurs capitaux. C'est le cas de la France aujourd'hui. Le déficit de sa production, d'une part, ses besoins immenses en marchandises de toute sorte pour réparer les ruines de la guerre, d'autre part, lui créent une balance du commerce très défavorable; et elle ne peut rétablir l'équilibre, comme elle le faisait antérieurement, à l'aide des coupons de ses nombreux placements étrangers. Forcé lui est de donner en paiement une grande partie de ses valeurs mobilières étrangères, qui constituaient les placements de son épargne, d'exporter son capital.

De tout ce qui précède, nous pouvons conclure qu'importations et exportations s'équilibrent, à la seule condition d'employer ces termes dans un sens suffisamment large.

Mais les échéances des dettes et les échéances des créances d'un pays ne coïncident que bien rarement. Il en résulte qu'à un moment donné il est ou débiteur ou créancier de l'ensemble des autres pays.

La Russie importait les objets manufacturés dont elle avait besoin à toute époque de l'année et, de plus, les coupons de ses emprunts devaient être payés semestriellement ou trimestriellement. Ses exportations, notamment en produits agricoles et en sucre,

cet « or blanc de l'Ukraine », rétablissaient l'équilibre de ses comptes, mais elles ne pouvaient avoir lieu qu'après les récoltes et après la campagne sucrière. Entre temps, il eût fallu normalement que la Russie envoyât de l'or à ses créanciers, or que ceux-ci lui eussent restitué, le moment venu, en paiement de ses exportations. L'Argentine productrice de céréales, le Brésil producteur de café et les Etats-Unis de coton se trouvaient chaque année dans une situation analogue.

Il était naturel qu'on voulût éviter ce va-et-vient d'or, coûteux et somme toute inutile. On devait d'autant plus chercher à le supprimer que bien des pays étaient dans l'impossibilité de trouver le métal nécessaire à ces opérations.

Comme d'autres manifestations de la vie économique, le commerce international se pénétra de la notion de crédit. L'utilisation de tous les succédanés de la monnaie, le jeu de leur prime ou de leur perte, l'emploi des ouvertures de crédit lui procurèrent de larges facilités.

CHANGE INTÉRIEUR ET CHANGE INTERNATIONAL.

Considérons deux places d'un même pays, Paris et Marseille, pour fixer les idées, et supposons que les négociants de Paris doivent effectuer de gros verse-

ments à leurs correspondants de Marseille. Les premiers pourraient évidemment se libérer en remettant aux seconds des pièces de monnaie française or ou argent¹. Ce procédé serait coûteux; il leur occasionnerait des frais de transport et d'assurance. Aussi, avant d'y recourir, cherchent-ils sur la place de Paris tous les effets tirés sur des négociants de Marseille, les achètent, les endossent au nom de leurs créanciers et les leur font parvenir. Ceux-ci encaissent à Marseille les sommes dues pour les achats faits par Marseille à Paris. Il y a compensation des engagements de Paris vis-à-vis de Marseille et des engagements de Marseille vis-à-vis de Paris².

Ce raisonnement suppose l'égalité du montant de ces engagements. Qu'arrive-t-il, si les débiteurs parisiens ne trouvent pas suffisamment d'effets tirés sur Marseille ou, comme l'on dit, de *change sur Marseille*? Sont-ils tenus d'envoyer alors de la monnaie métallique? Nullement. Ils ont la ressource de faire parvenir à leurs créanciers des billets de la Banque de France qui constituent également du change sur Marseille — ce sont des billets au porteur souscrits par la Banque, ayant *cours légal* dans toute la France. L'envoi de ces billets entraîne des frais d'assurance; il est cependant bien moins onéreux que ne le serait un envoi de métal.

1. Nous raisonnons en nous plaçant dans les conditions économiques d'avant-guerre.

2. Cf. H. Truchy. Cours d'Economie politique, 1919, T. I, p. 337 et suiv.

Les négociants parisiens auraient alors intérêt à verser une légère prime, au plus égale au montant de ces frais, pour l'acquisition d'effets de commerce à ordre payables à Marseille. En fait, étant donnée l'intensité des relations entre places d'un même pays, la grande majorité des engagements se liquident par compensation ne nécessitant qu'un jeu d'écritures de la part, soit de l'administration des Postes, soit des grands établissements de crédit. Pratiquement ces opérations se déroulent de la manière suivante : les vendeurs font traite sur leurs acheteurs ou en reçoivent des chèques; ils remettent ces effets à une banque qui en porte le montant au crédit de leur compte au jour de l'encaissement, sous déduction d'une très légère commission, dite de *change*, sans relation avec les frais de transport de numéraire économisés.

Dans les pays aux communications difficiles, ou peu sûres, quand les différentes places n'entretiennent pas un courant régulier de transactions, le change intérieur peut être fort élevé.

La situation est absolument différente quand les débiteurs ne peuvent envoyer des billets de banque à leurs créanciers; et c'est précisément celle que nous rencontrons dans l'étude des rapports internationaux. Envisageons l'hypothèse Paris débiteur de Londres. Paris n'a que deux moyens de se libérer : ou transférer à Londres des créances en monnaie anglaise, traites

chèques, coupons de valeurs mobilières et amener ainsi l'extinction de ses dettes par voie de compensation ou faire parvenir de la monnaie d'or anglaise à ses créanciers. Il ne saurait être question d'un envoi de billets de banque français. Ceux-ci pourraient bien faire l'objet d'une dation en paiement, si le créancier y consentait, mais non d'un paiement.

Les traites, chèques et coupons payables en livres ne sont offerts qu'en quantité limitée sur la place de Paris. Il va s'établir une concurrence entre les débiteurs français pour l'acquisition de ces changes, à condition toutefois qu'il ne leur coûte pas plus que d'un envoi d'or à Londres. Le *gold point* est précisément le taux au-dessus duquel il y a intérêt à faire cet envoi d'or. Il s'obtient en ajoutant au pair de la monnaie du pays auquel la remise doit être faite, les frais de transport, d'assurance et, s'il y a lieu, les frais de monnayage et de perte d'intérêt, le créancier étranger n'étant tenu de recevoir que les pièces ayant cours légal dans son pays. C'est là le *gold point de sortie*¹.

Le pair de la livre sterling étant de 25 fr. 22, les dé-

1. Si Paris peut envoyer des souverains, on ne tiendra compte que du transport et de l'assurance. Si Paris ne peut envoyer que des lingots ou des pièces françaises, il faudra tenir compte de la perte d'intérêt. A Londres, il n'était pas perçu de frais de monnayage. Pour obtenir immédiatement du numéraire, on s'adressait à la Banque d'Angleterre qui achetait lingots et pièces étrangères légèrement au-dessous du pair, ce qui représentait une perte d'environ 1,61 0/00. Cf. Barriol, *Théorie et pratique des opérations financières*, p. 55; A. Arnauné, *La monnaie, le crédit et le change*.

biteurs français paieront le papier sur Londres 25 fr. 30 par exemple. On dit alors que le change nous est *défavorable*.

Prenons l'hypothèse inverse, où Paris est créancier de Londres. Les détenteurs d'effets payables à Londres, n'en trouveront que difficilement preneurs. Il pourra même arriver qu'on leur en offre un prix tel qu'ils aient avantage à faire venir de l'or de Londres. Le *gold point d'entrée* est le taux au-dessous duquel il est avantageux d'adopter cette solution. Il s'obtient en déduisant du pair de la monnaie étrangère les frais de transport, d'assurance, de commission de toute sorte. La livre sterling étant cotée à Paris au-dessous du pair, on dit que le change nous est *favorable*.

Les changes se négocient donc comme des marchandises ordinaires, et leur prix se détermine suivant l'offre et la demande, entre les limites des golds points. Ces variations de prix constituent le *phénomène du change international*, dont nous allons étudier les effets régulateurs sur la balance des comptes.

Il y a lieu de distinguer suivant qu'il fonctionne entre pays jouissant d'une situation monétaire saine ou, au contraire, dans les relations avec un pays n'ayant qu'une monnaie dépréciée.

LE CHANGE ENTRE PAYS A CIRCULATION
MONÉTAIRE SAINÉ.

Nous venons de voir les causes déterminantes de la préférence que rencontrent les effets de commerce pour le règlement des transactions internationales et comment, par suite de cette préférence, leur prix oscille autour du pair entre les deux limites des gold points d'entrée et de sortie.

Il en résulte un premier redressement de la balance commerciale. Une hausse à Paris du papier sur Londres incite les négociants français à modérer leurs achats en Angleterre et favorise les achats de commerçants anglais en France, puisqu'ils en trouvent aisément les moyens de paiement, à des prix avantageux, obtenant en échange d'une livre non pas 25 fr. 22, mais, par exemple, 25 fr. 30.

Un autre fait accélère le rétablissement du pair, c'est la spéculation, stimulée par ces prix avantageux. Les banquiers anglais procèdent à de gros achats de francs, soit qu'ils s'empressent de mettre en portefeuille les créances en francs offertes sur le marché de Londres, pour les revendre avec bénéfice le moment venu — et cet accroissement de la demande stabilise ou même relève le cours du franc à Londres —, soit qu'ils s'adressent à leurs correspondants français pour

qu'ils leur achètent du franc à Paris. Ceux-ci les créditent de la somme en francs qu'ils ont été chargés d'acheter et les débitent d'un nombre correspondant de livres au cours du jour. La livre faisant prime à Paris, les banquiers français tirent sur les banquiers anglais et offrent leurs traites sur le marché français aux acheteurs de produits anglais. La spéculation intervient donc pour diminuer la perte du franc à Londres, la prime de la livre à Paris, et stabiliser les cours.

Les choses se passent plus simplement encore, quoique d'une manière analogue, par des ouvertures de crédit, particulièrement commodes entre pays qui ont à régler, périodiquement de grosses importations et de grosses exportations. Les Etats-Unis sont les grands fournisseurs de coton de l'Angleterre; toutefois, les livraisons ne peuvent en avoir lieu qu'après la récolte. En attendant cette époque, les Etats-Unis étaient très gênés, avant 1914, pour effectuer des remises sur la place de Londres, où leurs dettes dépassaient leurs créances. Les banques anglaises autorisaient alors leurs correspondants américains à tirer sur elles, dans des limites déterminées, et leur procuraient ainsi les moyens de remise nécessaires au commerce d'importation américain. Après la livraison du coton, les banques américaines remettaient à leurs correspondants britanniques, en couverture des avances qu'ils leur avaient consenties, les effets tirés par les producteurs américains sur les industriels anglais. Ces der-

niers versaient le montant de leurs achats de matière première aux banques anglaises. On avait évité de la sorte une exportation d'or d'Amérique en Angleterre, puis son rapatriement en échange du coton, tout en procurant de grandes facilités au trafic entre les deux pays.

Il arrive cependant que les engagements d'un pays soient tels que la réaction de la prime du change sur les importations et exportations de marchandises, sur les achats et les ventes de devises ne détermine pas assez rapidement le rétablissement de l'équilibre des comptes. On procède alors à *l'élévation du taux de l'escompte*, mesure qui agit, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur, sur le marché des capitaux disponibles.

A l'intérieur, elle a pour premier effet de retenir les disponibilités qui auparavant franchissaient la frontière, attirées par l'attrait d'une rémunération supérieure à celle qui leur était offerte sur place. Elles étaient converties en monnaie étrangère, avant ou après leur exode, et cette conversion augmentait d'autant la demande des devises étrangères, au détriment de la devise nationale.

Cette hausse du taux de l'escompte constitue en outre un frein aux achats extérieurs. Les importateurs qui craignent le prix élevé que leur demanderont les banques, tant pour les avances que pour l'escompte de leur papier, préfèrent différer leurs commandes. La cherté de l'argent paralyse les transactions intérieu-

res, on évite de s'engager; ce ralentissement des affaires amène une baisse de prix, nouvel obstacle aux importations, nouveau stimulant des exportations.

La hausse du taux de l'escompte a une répercussion extérieure. Nous avons vu précédemment les spéculateurs anglais venir acheter du franc pour bénéficier de sa dépréciation momentanée. Ils le feront bien plus volontiers si, en plus de la différence des cours, ils profitent d'un intérêt élevé entre le moment de l'achat et le moment de la vente. Quant aux exportateurs étrangers, ils conservent en portefeuille leurs effets longs, plutôt que de les voir escomptés au taux récemment établi.

Certains économistes ont vu dans le relèvement du taux de l'escompte non point un remède préventif que les banques d'émission employaient avec perspicacité pour défendre leur encaisse, mais la simple constatation, par elles, des conditions que crée sur le marché monétaire un commencement de sortie de l'or. « On a quelquefois considéré la hausse du taux de l'intérêt comme un remède à l'exportation du numéraire, écrivait Léon Say. Nous croyons que c'est là une erreur, la hausse du taux de l'intérêt n'est qu'une conséquence. Par suite d'une loi naturelle que Goschén a très complètement analysée l'exportation du numéraire amène la hausse du taux de l'intérêt et la hausse du taux de l'intérêt amène la cessation des exporta-

tions¹. » Mais, comme on l'a justement remarqué, « ce qui détermine le loyer de l'argent ce n'est pas la quantité de monnaie existant en circulation, mais bien celle des disponibilités du marché des prêts à court terme². » Cet exode de disponibilités et de capitaux se fait par des virements de banque à banque. Pour parer aux répercussions de ces opérations sur le cours des changes, le relèvement du taux de l'escompte s'impose avant toute sortie d'or. Les banques d'émission le décrètent au moment qu'elles jugent opportun sous la lumière des indications que leur fournit le marché des devises.

Enfin un dernier remède est susceptible de s'opposer aux sorties d'or : le pays dont le change est défavorable peut *exporter des valeurs mobilières*. S'il s'agit de valeurs payables en monnaie étrangère, leurs détenteurs les négocient pour bénéficier de la prime du change. Quant aux valeurs payables en monnaie nationale, ils peuvent trouver avantageux de les vendre en vue de se procurer des disponibilités, au cas où la tension serait telle sur le marché monétaire, que l'intérêt servi pour les prêts à court terme dépasserait notablement celui servi pour les prêts de longue haleine. L'offre de ces valeurs en grande quantité

1. Léon Say, *op. cit.*

2. Léon Hillel, *Mouvements du change et politiques de stabilisation*, p. 53.

amène la baisse de leurs cours et l'étranger les achète à bon compte.

Si ces différents procédés se révèlent insuffisants, il faut procéder à des *envois de métal*. Ces envois provoquent une réaction sur le marché intérieur. Ils entraînent un resserrement de l'argent et une nouvelle élévation du taux de l'escompte, d'où découlent les conséquences que nous avons indiquées, quant à la baisse des prix sur le marché intérieur et au redressement corrélatif de la balance des comptes.

Il convient de ne pas oublier que le change reflète la situation d'un pays non par rapport à tel autre pris en particulier, mais par rapport à l'univers entier. La France étant débitrice de l'Angleterre et des Etats-Unis, le change sur Londres et sur New-York lui est néanmoins favorable si le montant des créances exigibles qu'elle possède sur le reste de l'univers est supérieur au montant de ses dettes vis-à-vis des deux premiers pays. Les importateurs de produits américains ou anglais se libèrent par la remise de papier sur tout autre pays débiteur, dont la devise se trouve par suite recherchée. Le cours de cette devise se relève; par contre, les détenteurs de papier sur Londres et sur New-York, en présence de cette concurrence, se montrent moins exigeants et le jeu de l'offre et de la demande tend constamment à ramener sur les différents marchés l'égalité proportionnelle du prix des différentes devises. Ce résultat est obtenu par les

arbitrages de place à place et de devise à devise que pratiquent les spéculateurs et les banquiers cambistes ¹.

1. Il y a là un fait souvent perdu de vue, alors que le mauvais état de notre change soulève des discussions passionnées. Le *Journal des Débats* en faisait la remarque dans son numéro du 29 décembre 1919 : « Les ennemis de la « spéculation », ceux qui la rendent responsable de la dépréciation de notre change, ont cru trouver un argument irréfutable à l'appui de leur thèse : c'est que le franc fait perte dans certains pays, bien que la balance de nos échanges avec ces pays présente un solde en notre faveur. Il s'agit notamment de la Suisse, qui serait notre débitrice, et dont le change se cote cependant chez nous avec une prime de 92 0/0 environ. La prime du franc suisse sur le franc français, disent-ils, ne s'explique évidemment pas par la balance commerciale; elle ne peut donc avoir d'autre cause que les manœuvres de la spéculation.

» Les gens qui raisonnent ainsi commettent une erreur capitale. Ils considèrent isolément les relations de deux pays entre eux, tandis qu'ils devraient tenir compte des relations de chacun de ces pays avec le reste du monde. En effet, la balance dont dépend la tenue du change est la balance *totale* des échanges et des règlements avec l'étranger.

» Si la Suisse a un solde à nous payer, en revanche elle a des sommes équivalentes, sinon supérieures, à recevoir d'autres pays dont elle est créditrice. Sa balance économique avec l'étranger — qui comprend, outre les échanges commerciaux, tous les mouvements de capitaux — est donc à peu près en équilibre. Dans ces conditions il n'y a aucune raison pour que son change soit sensiblement au-dessous du pair théorique. La France, au contraire, ayant à recevoir des sommes insignifiantes de la Suisse, a des sommes beaucoup plus importantes à payer à d'autres pays. Sa balance totale avec l'étranger présente un déficit, et c'est pour cela que son change est fortement au-dessous du pair.

» Il est donc logique, il est donc inévitable que le franc suisse et le franc français aient une cote différente dans les autres pays, aux Etats-Unis par exemple. Le change sur la Suisse y sera sensiblement au pair, tandis que le change sur la France y subira une perte importante. Mais, dira-t-on, le change suisse ne pourrait-il pas en même temps coter le pair en France et aux Etats-Unis ? Non, cela est absolument impossible parce que les opérations d'arbitrage tendent à niveler constamment les cours ou plutôt les « parités » des changes sur toutes les places. Voici en effet comment les choses se passeraient dans l'hypothèse que nous venons d'énoncer. Les Américains ayant des remises de fonds à faire en Suisse auraient le choix entre deux

Bien que nous ayons plus particulièrement envisagé les relations entre pays qui ont l'étalon-or, le change fonctionne pareillement entre pays ayant l'étalon-argent quand la frappe y est libre, et que, par conséquent les lingots peuvent toujours être transformés en monnaie, ou dans les relations entre ces pays et ceux à étalon-or.

Dans le premier cas, il existe un point d'entrée et de sortie de l'argent qui se détermine de même manière que pour l'or.

Dans le deuxième cas, les points d'entrée et de sortie n'offrent plus une complète fixité. Tandis qu'entre pays ayant tous deux le même étalon, or ou argent, ils ne dépendent que des frais de transport et d'assurance du métal et, éventuellement, des frais de monnayage et de perte d'intérêt, entre pays ayant l'un l'étalon-or, l'autre l'étalon-argent, un facteur spéculatif intervient : la valeur de l'argent par rapport à l'or, le prix de l'argent, susceptible de fréquentes variations.

façons d'opérer. Ils pourraient acheter du change sur la Suisse à New-York au pair, c'est-à-dire qu'avec un dollar ils obtiendraient environ 5 francs suisses. Ou bien ils pourraient acheter du change sur la Suisse à Paris. Or, comme nous avons supposé que le change suisse était aussi au pair avec le franc français et comme, d'autre part, le dollar vaut 10 francs à Paris, il en résulterait que les Américains qui achèteraient du change suisse à Paris se procureraient 10 francs suisses avec un dollar. On pense bien qu'ils n'hésiteraient pas à choisir tous ce mode de paiement et leurs demandes feraient monter le change suisse à Paris jusqu'à ce qu'il ait atteint la parité de New-York, c'est-à-dire jusqu'à ce qu'il n'y ait plus qu'un avantage indignifiant à passer par Paris pour faire des paiements en Suisse. »

Il y a là un élément de troubles. Les variations de cours sont néanmoins maintenues entre deux bornes qui s'opposent à des mouvements désordonnés¹.

Avant d'étudier l'influence d'une monnaie dépréciée sur le change, nous croyons utile d'estimer les avantages que procure au commerce international le mécanisme que nous avons décrit.

Comment ce mécanisme des règlements internationaux donne-t-il satisfaction aux exigences du commerce ?

Celui-ci réclame un marché abondamment alimenté de moyens de remise. S'il est indispensable d'avoir en quantité voulue les wagons et les navires, instruments du transport matériel des richesses, il est non moins indispensable d'en posséder les instruments du transport juridique. Et il faut que le coût de ces instruments soit stable, que le négoce ait des bases solides pour l'établissement de ses prix de revient.

Le mode de paiement rencontré au début de notre étude, qui supposait l'emploi de la seule monnaie métallique pour les règlements internationaux, distribuait les métaux précieux entre les Etats proportionnellement à leurs besoins. Depuis longtemps, l'or n'intervient que rarement de façon directe et en tout cas que pour des sommes relativement faibles dans

1. Cf. Colson, *Cours d'économie politique*, t. IV, p. 109.

les règlements internationaux. Mais il intervient indirectement comme régulateur des cours du change. Il en contient les oscillations entre les deux limites, proches l'une de l'autre¹, des gold points d'entrée et de sortie et constitue une première garantie de leur stabilité. Les fluctuations du change, à l'intérieur de ces limites, amènent la répartition des capitaux disponibles entre les nations.

Agissant comme frein des importations, comme stimulant des exportations et de la spéculation par le dénivellement des cours et la hausse du taux de l'intérêt, le mécanisme du change fait affluer les disponibilités des places où elles se trouvent trop abondantes vers celles qui en sont relativement dépourvues. Ces offres se poursuivent jusqu'à satisfaction des demandes et entraînent la stabilisation des cours dans un délai plus ou moins rapide. La prime ou la perte de la valuta d'un pays à circulation saine est essentiellement passagère. Celui qui achetait, avant la guerre, des livres-sterling 25 fr. 15 savait qu'en l'espace de quelques mois un redressement de la balance des comptes se produirait en faveur de l'Angleterre, que le jeu

1. Voici d'après Haupt les gold points de Paris avant-guerre :

Londres ...change à vue..	25.34 1/2	25.12 1/2
Allemagne ..	—	124.20
Hollande ...	—	209.77
Etats-Unis ..	—	521.53
Belgique ...	—	100.06
Copenhague .	—	139.97
		138.25

Ott. Haupt, *Arbitrages et parités*, 8^e édit., p. 653.

même du change provoquerait ce redressement et qu'il lui serait possible de revendre ses livres au pair et peut-être plus cher. Il savait que, si des événements imprévus entraînaient une aggravation du solde débiteur de l'Angleterre, sa perte était limitée à $25,15 - 25,12 = 0 \text{ fr. } 03$ par livre (25,12 étant le gold point d'entrée de l'or dans les rapports monétaires anglo-français.)

Inversement, si le change-sterling montait à 25 f. 34, les détenteurs de livres avaient intérêt à les négocier car les transactions commerciales et la spéculation à la baisse devaient inévitablement en ramener le cours aux environs de 25,22.

De telles conditions offrent à la spéculation un bénéfice minime, il est vrai, mais dépourvu de risques et l'incitent à agir dès que se manifeste une légère différence de cours. Ces opérations de change constituent un emploi avantageux de capitaux disponibles, auquel se livrent des spécialistes qui, par des arbitrages incessants de place à place, de devise à devise, améliorent le rendement de ces capitaux et les font circuler entre les pays conformément aux exigences du commerce.

Ayant étudié le change entre pays à circulation saine, nous allons voir comment ce mécanisme est faussé par l'existence d'une circulation monétaire dépréciée.

LE CHANGE DANS LES RELATIONS AVEC UN PAYS
A CIRCULATION DÉPRÉCÉE.

Les pays à circulation dépréciée possèdent soit une circulation d'argent avec suspension de la liberté de la frappe, soit une circulation de papier-monnaie inconvertible. Les conséquences en sont la disparition des divers facteurs régulateurs des cours, d'où l'instabilité permanente du change.

Comment un pays au régime du papier-monnaie peut-il solder une balance débitrice ? Ses importateurs n'ont plus la ressource d'envoyer du métal à leurs créanciers, puisque l'institut d'émission ne leur en délivre plus en échange des billets. Seule une remise d'effets payables en monnaie étrangère les libérera par voie de compensation.

Lorsque ces effets sont en quantité insuffisante, leurs détenteurs, que n'arrête plus dans leurs prétentions l'existence d'un point de sortie du métal, en exigent un prix extrêmement élevé ; ils bénéficient d'un monopole de fait, car la loi de substitution ne joue plus. La perte de la monnaie nationale s'accroît rapidement *jusqu'au jour où elle devient assez forte pour inciter la spéculation étrangère à intervenir par des achats de valeurs mobilières ou de marchandises et par des opérations de crédit.*

Le principal régulateur des cours ayant disparu, la spéculation, qui seule peut rétablir la situation, manquant de bases sérieuses dans l'établissement de ses prévisions, s'expose à des pertes théoriquement illimitées et exige une rémunération élevée comme prix de son concours ¹. Le mécanisme que nous voyions agir avec tant de souplesse et de sensibilité entre pays à circulation saine ne fonctionne plus qu'avec brutalité et de nombreux à-coups.

Le pays pourvu d'une circulation d'argent, mais où la liberté de la frappe est suspendue, n'est guère mieux partagé. Que se produisait-il avant la guerre lorsque l'Espagne devait procéder au règlement de ses dettes ? Sans doute, ses commerçants avaient à leur disposition les pesetas d'argent. Mais elles n'étaient acceptées à l'étranger que comme des lingots, d'une valeur intrinsèque très inférieure à la valeur que leur assurait en Espagne même la suspension de la frappe.

I. Pour que les capitaux étrangers soient attirés, « il faut non seulement qu'ils perçoivent un intérêt *plus élevé* que dans leur pays d'origine, mais qu'ils soient assurés d'un rapatriement aisé et, au besoin rapide. Le régime du cours forcé les expose à des pertes puisqu'il est un régime d'incertitude, susceptible de provoquer des soubresauts dans le cours du change, des hausses de prix, c'est-à-dire une dépréciation de la monnaie. Lorsqu'un banquier américain fait des avances à la place de Paris en convertissant ses dollars en francs, il ne pourrait évidemment pas retrouver ses dollars si le change sur Paris avait sensiblement varié au moment où il voudrait faire rentrer sa créance. La *fixité de l'étalon monétaire* est une des conditions des avances de l'étranger et cette condition ne se réalise pas lorsque le pays débiteur est au régime du cours forcé ». *Rapport de M. Marin sur le budget ordinaire des services civils de l'exercice 1919*, p. 440.

Toutefois cette possibilité d'exporter de l'argent limitait la perte du change espagnol, bien que lui laissant encore une très large marge. Il n'existe aucune borne à la dépréciation d'une monnaie de papier¹.

Une des conséquences économiques de la guerre a été le passage au régime du papier-monnaie de la plupart des Etats qui y participèrent, dont quelques-uns étaient parmi les plus riches et occupaient les premières places dans les tableaux de la production mondiale. Il est dès lors important de chercher à déterminer les graves répercussions de ce régime sur la vie économique d'un pays.

CONSÉQUENCES D'UN CHANGE DÉPRÉCIÉ SUR LA VIE ÉCONOMIQUE INTÉRIEURE D'UN PAYS.

Nous essaierons d'abord de voir comment s'établissent les prix des devises étrangères, puis quelles sont les conséquences d'un change déprécié pour le commerce intérieur et pour les finances publiques.

1. Il serait inexact de dire que les billets d'un pays n'ont absolument aucune valeur à l'étranger. La circulaire de la Banque Renauld, du 13 février 1920, nous apprend, sous le titre « Ingéniosité », qu'ils peuvent avoir parfois des usages industriels. « La Brasserie qui, en Suisse fabrique la bière de marque « La Couronne », vient de mettre à profit, de la façon la plus originale, la baisse du change autrichien. Sur chacune de ses bouteilles, elle applique, en manière d'étiquette, un billet d'une couronne. Economie : l'étiquette commune, pour bou-

Le prix des changes, comme celui de toute marchandise, résulte du jeu de la loi de l'offre et de la demande. Or, les prix sont inversement proportionnels à la quantité de numéraire en circulation. Il est entendu qu'au cas d'accroissement de cette quantité la partie de l'accroissement justifiée par des besoins nouveaux est sans influence sur la hausse générale des prix, due uniquement à la partie superflue de cet accroissement. C'est la théorie quantitative de la monnaie dont l'exactitude est quelquefois mise en doute, parce que l'on ne tient pas compte de divers facteurs. Le développement de la thésaurisation et des paiements au comptant absorbe des billets et neutralise l'action de l'inflation de la circulation sur le mouvement des prix, tandis que l'usage fréquent des chèques et des virements en banque rejette des billets dans la circulation qui s'augmente d'autant. Ajoutons que la hausse des prix, corollaire de l'inflation de la circulation, ne se réalise pas instantanément, mais après un laps de temps plus ou moins long¹. Comment se produit en particulier la hausse du prix des devises étrangères ?

Considérons les relations entre la France au régime du papier-monnaie et la Suisse qui possède une circu-

teille coûte environ 10 centimes; la couronne autrichienne vaut, en Suisse, 3 centimes. » Mais il faudrait que de telles applications prissent une bien grande extension pour relever la devise autrichienne sur les marchés étrangers.

1. Cf. Truchy, *op. cit.*, p. 429 et suiv.

lation saine. Prenons pour point de départ l'égalité de valeur du franc français et du franc suisse, puis supposons que le gouvernement français, pour faire face à de grosses dépenses, s'adresse à la Banque de France, que celle-ci procède à une série de nouvelles émissions dont le résultat est, en France, un enchérissement général de toute chose, mettons de 50 %, pendant que, sur les marchés suisses, les prix, évalués en francs suisses, demeurent stables. On conçoit, dès lors, que commerçants et industriels français s'empressent d'acheter sur ces marchés, et ce, tant que 100 francs suisses sont cotés à Paris un prix inférieur à 150 francs français. Ces commerçants y acquièrent pour 130 ou 140 francs français des articles qu'ils n'obtiendraient sur place que moyennant 150 francs français. Mais cela entraîne naturellement un accroissement de la demande de change suisse. Les détenteurs de change suisse en présence de cet accroissement de la demande élèvent leurs prétentions et finalement ne consentent à le céder que sur la base de 150 francs français pour 100 francs suisses, cours au-dessus duquel les acheteurs français s'abstiendraient complètement. Il faut tenir compte des droits de douane, et, éventuellement, des frais de transport qui restreignent la marge des bénéfices de l'achat à l'étranger. En supposant que ces frais accessoires soient de 5 %, le change suisse montera graduellement jusqu'à 145 francs français. Et remarquons que cette prime de la devise suisse

est indépendante des majorations brusques et désordonnées qui apparaissent lorsqu'il faut de toute urgence payer un excédent d'importations. Elle n'est que la conséquence de la hausse générale des prix sur le marché intérieur.

Cette détermination du nouveau pair n'a pas lieu sans secousses graves. Le bénéfice qu'on retire d'achats à l'étranger provoque de trop nombreuses importations et les moyens de remise deviennent insuffisants. Brusquement l'énorme demande de devises étrangères en amène les cours bien au-delà du taux qui correspond à la hausse générale des prix, répercussion de l'inflation fiduciaire sur le marché intérieur. La prime de ces devises résulte alors, d'une part, de la dépréciation de la monnaie, d'autre part, de l'offre insuffisante des moyens de remise. L'offre ne s'ajustera à la demande qu'après intervention de la spéculation.

La crise passée, les cours s'établissent à un taux correspondant au niveau général des prix à l'intérieur. Ce taux ne présente pas une fixité absolue. Dans notre exemple nous montrions que mathématiquement il était de 145 francs français pour 100 francs suisses. S'ils estiment que la France veuille et puisse promptement comprimer la quantité de papier en circulation et rétablir la parité du papier et de l'or, les spéculateurs étrangers achètent du franc français. Suivant l'importance de ces opérations, le prix de 100 francs suisses s'abaisse plus ou moins au-dessous de 145

francs français. A ces variations, pour ainsi dire normales et qui ne supposent aucun déficit de la balance commerciale française, s'ajoutent les variations soudaines et de grande amplitude provoquées par l'insuffisance des moyens de paiement à compenser la totalité des importations. Finalement le prix des devises étrangères résulte de majorations, souvent déconcertantes, s'appliquant à un prix de base variable, pair essentiellement mobile, soumis à toutes les impressions de la spéculation.

Quelles sont les conséquences de ce change déprécié sur la vie économique intérieure ?

En ce qui concerne les produits qui doivent être obligatoirement achetés à l'étranger, leur prix subissent des variations incessantes. Cela est particulièrement grave quand il s'agit de produits alimentaires ou d'autres produits de première nécessité, tels que laine, coton, cuirs, matériaux de construction dont dépendent le coût de la vie et, partant, les salaires. L'industriel n'a plus aucune donnée stable pour l'établissement de ses prix de revient; il se trouve dans une perpétuelle incertitude sur le taux des salaires et sur le prix des matières premières dont les autres pays peuvent seuls l'approvisionner. Quelles que soient d'ailleurs ces variations, les prix des produits importés demeurent plus élevés dans un pays à change avarié que dans un pays à monnaie saine, même en tenant compte de la dépréciation de l'unité monétaire. Les

importateurs craignant toujours une hausse des devises étrangères doivent se garantir contre toute éventualité par une majoration de leur prix de vente et ajouter à leur prix de revient une prime d'assurance contre les fluctuations des changes.

En ce qui concerne les produits qui peuvent être achetés soit à l'étranger, soit sur le marché intérieur, si le cours du change est inférieur au cours correspondant au niveau général des prix intérieurs, les industries nationales se trouvent désavantagées; si, au contraire, les cours dépassent ce niveau, le commerce d'importation se trouve paralysé. Ainsi, dans notre exemple, si le change suisse se maintient à 140, il y a avantage à importer; l'opération devient impossible s'il s'élève au-dessus de 145. Mais comme l'industrie nationale ne peut suffire à la consommation, elle élève peu à peu ses prix de vente, et cette hausse permet de nouveaux achats en Suisse. On aperçoit vite à quels heurts perpétuels se trouvent soumises les transactions commerciales. Et, pour que les cours montent de 140 à 145 ou 146, il suffit d'une nouvelle plus ou moins exacte, d'un « bruit de bourse », du moindre événement diplomatique.

C'est le spectacle que nous offrit à plusieurs reprises le marché des changes de Paris. Alors que la spéculation était défavorablement impressionnée, du 8 au 12 avril 1920, la livre passa de 61 fr. 15 à 67 fr. 95, le dollar de 15 francs à 17 francs, la peseta de 2 fr. 77

à 3 francs, la kr. suédoise de 3 fr. 435 à 3 fr. 85.

« Cette aggravation était uniquement provoquée par l'attitude assez inattendue du cabinet de Londres au sujet des mesures prises par la France (occupation de Francfort). Les déclarations bruyantes de M. Lloyd George ont jeté le trouble dans l'esprit des spéculateurs engagés sur le change français; elles ont amené des liquidations de position dont il a été plus difficile de faire la contre-partie en raison même des circonstances. On s'est, au contraire, porté sur le mark, l'Allemagne devant logiquement tirer profit de tout dissentiment entre les Alliés...

A chaque orage, au moindre incident, nous devons nous attendre au renouvellement de ces actions et réactions brutales, d'autant plus brutales que notre réceptivité s'accroît à mesure que le mal du change devient plus aigu. » (*L'Economiste français*, 17 avril 1920¹, p. 495).

1. Commentant ces événements du marché des changes, le *Temps* s'exprime ainsi dans sa Semaine financière du 19 avril 1920 : « Au-dessus d'un niveau des cours résultant de faits matériels qui ne sauraient être modifiés du jour au lendemain, d'une balance économique et financière à évolution lente, agit une spéculation très mobile, se déterminant suivant des circonstances variées d'ordre politique et sentimental. C'est cette spéculation qui crée les écarts journaliers qu'enregistre la cote des changes et qui sont inévitables. La preuve vient d'en être fournie par les brusques mouvements observés sur ce marché. »

Les neutres font ressortir également les effets de la spéculation dans cette même période, *Journal de Genève*, 19 avril 1920 :

« La récente et profonde chute du franc français — sans parler de celle de la lire italienne — et la reprise violente et rapide du mark,

La spéculation agit en sens inverse pendant les mois de juin et juillet 1920. Escomptant prématurément les résultats des conférences de Hythe et surtout de Spa, elle se porta tout entière à la hausse du franc et le 5 juillet on put obtenir la livre à 45 fr. 25 et le dollar à 11 fr. 45.

On aperçoit le danger que courent les pays dont les crédits de spéculation comblent seuls le déficit de la balance commerciale. Comme ces crédits sont à très court terme et que même ils peuvent être généralement retirés du jour au lendemain, comme, d'autre part, pour des raisons psychologiques, la spéculation se porte toujours d'un même côté, il suffit parfois d'un léger grain de sable dans les rouages de la politique

qui a doublé de valeur en quelques jours, sont une preuve flagrante de l'incohérence du marché des changes et de l'arbitraire auquel il est soumis.

» Que voit-on, en effet ? D'une part, la France donner des preuves indéniables d'un relèvement économique. Ses exportations sont en progrès constants et ses importations marquent une tendance au ralentissement. En outre, la comparaison du produit mensuel des impôts et des monopoles d'une année à l'autre est invariablement en faveur de 1920 ; en mars dernier, il a été de 859.142.400 francs, en augmentation de 263.697.300 francs sur mars 1919. Et, sous l'énergique impulsion du gouvernement qui a la confiance du pays, cette amélioration ira certainement croissant de mois en mois. D'autre part, l'Allemagne, en présence de charges budgétaires écrasantes, amputée de sa flotte marchande et de ses colonies et disloquée par des luttes intestines qu'un gouvernement instable est incapable de maîtriser.

» Et pourtant le mark monte et le franc français baisse ! Certains « catastrophards », les mêmes qui ont déjà porté la France en terre avant la Marne et au moment de la ruée allemande sur Verdun, en profitent pour prédire l'égalesation des deux devises au cours de 20. C'est ridicule et attristant. »

intérieure ou extérieure pour qu'aussitôt les devises enregistrent des variations déjouant toute prévision.

Cette instabilité du change fait peser une lourde incertitude sur le service des emprunts, publics ou privés, conclus à l'étranger, et constitue une menace permanente pour l'équilibre budgétaire quand l'Etat au régime du papier monnaie a contracté une dette extérieure. Il suffit pour mesurer le danger de considérer la situation actuelle de la France.

La charge annuelle de notre dette à *terme* extérieure, dont la presque totalité est payable en dollars, représenterait 700 millions de francs, si notre circulation était saine.¹ Au début de l'année 1920, le dollar accusait une prime de 100 % par rapport au franc, ce qui portait notre charge à 1.400 millions de francs. Après un nouvel effondrement de notre devise, le dollar atteignit le cours de 15 francs au début de février. En un mois la charge annuelle de notre dette à terme passait de 1.400 millions à 2.100 millions de francs.

A côté de la dette à terme, il y a notre dette *flottante* extérieure, comprenant les bons du Trésor escomptés par la Trésorerie britannique, par la Banque d'Angleterre, les bons émis dans le public anglais, ceux émis au Japon, les crédits en banque que nous consentirent différentes puissances neutres. La charge annuelle en serait d'environ 700 millions de francs en supposant que notre franc fût au pair avec les autres monnaies :

1. Cf. Besnard et Aymard, *Où va-t-on ?* p. 55 et suiv. Chiffres arrêtés au premier trimestre de 1919.

or le 12 avril 1920, la prime du franc suisse et de la peseta atteignaient 200 %, celle de la livre, de la couronne suédoise 175 %. Si de tels cours se maintenaient il faudrait payer à nos créanciers pour les intérêts de cette dette plus de 2 milliards de francs, alors qu'au début de janvier 1920, la prime de la livre et de la couronne n'étant que de 70 %, celle de la peseta et du franc suisse d'environ 100 %, il eût suffi de 1.300 à 1.400 millions. Et il s'agit là de crédits à court terme dont rien ne garantit le renouvellement. Ces crédits qui dépassent en capital 13 milliards de francs au pair, représentent, aux cours les plus désastreux que notre change ait connus, quelque 40 milliards de francs. Que l'un de nos créanciers exige le remboursement de ses avances, il n'en faut pas davantage pour que soit gravement compromis un édifice budgétaire déjà bien fragile. « Cette question du change pèse sur toute notre situation financière disait le rapporteur général-adjoint du projet de loi relatif à la création de nouvelles ressources fiscales. Si aujourd'hui nous pouvons espérer que les huit milliards d'impôts que nous vous demandons suffiront, nous ne pourrions plus en dire autant si le change devait se maintenir ou dépasser les hauteurs vertigineuses qu'il vient d'atteindre¹. »

Les conséquences d'une circulation de papier-mon-

1. Discours de L. de Lasteyrie, Chambre des députés, séance du 14 avril 1920, *Journ. offic.*, p. 953.

naie et d'un change déprécié sont, pour nous résumer, l'insécurité permanente des transactions et l'impossibilité d'établir des prévisions sérieuses. L'industrie nationale ne saurait se développer dans de pareilles conditions et les activités ne pouvant se diriger de ce côté, se tournent vers une spéculation d'un caractère social regrettable, même si elle n'est pas nuisible du point de vue purement économique. A la spéculation qui résultait d'une connaissance approfondie du marché et s'appuyait autant que possible sur des données scientifiques se substitue la spéculation-jeu que guide seul l'appât de bénéfices promptement réalisés, et les intermédiaires se multiplient en nombre invraisemblable. Ils répondent, il est vrai, à un besoin de la situation économique. Dans une période d'insécurité des transactions, qu'elle soit le résultat d'événements politiques ou économiques, chacun ne songe qu'à limiter ses risques, d'où la nécessité de nombreux échelons entre l'industriel ou l'agriculteur et le consommateur. Personne ne veut s'engager pour longtemps dans l'ignorance de ce que sera demain. Le commerce s'hypertrophie alors au détriment des autres branches de la production.

A ces malaises, symptômes de troubles profonds, il n'est d'autre remède que le retour à une vie économique normale. Il serait vain et puéril de s'attaquer directement à eux. Si les oscillations du change en sont l'origine, la guérison doit être recherchée dans la sta-

bilisation des cours par l'assainissement de la circulation monétaire.¹

INFLUENCE D'UN CHANGE DÉPRÉCIÉ SUR
LE COMMERCE EXTÉRIEUR.

Etant données les répercussions sur l'industrie, le commerce et les finances publiques d'un change déprécié, il semblerait que tous fussent unanimes à dénoncer ce mal et à demander qu'on y portât remède. Et cependant nombreux sont ceux qui considèrent un change déprécié comme un avantage dans la lutte économique internationale et comme une arme puissante pour favoriser le développement des exportations. Chose curieuse, ceux qui actuellement vantent les avantages de ce régime en confèrent le seul privilège à l'Allemagne. Ils nous la représentent inondant notre marché de ses produits, auxquels nos droits de douane, impuissants à compenser la prime qui résulterait de l'extraordinaire dépréciation du mark, n'opposent qu'une barrière insuffisante. Ils omettent de dire que nous pourrions tout pareillement et pour les mêmes raisons inonder de produits français les marchés anglais, américains ou neutres. Cette question du change devient un argument nouveau qu'invoquent les protectionnistes pour réclamer l'intervention de l'Etat. Et il faut reconnaître qu'ils en

1. Cf. Truchy. Op. Cit. p. 351 et suiv.

jouent non sans habileté : le change nous est-il défavorable ? ils exigent que, pour redresser notre balance commerciale, on prohibe certaines importations ; le change nous est-il au contraire favorable ? Ils demandent que de nouveaux droits de douane contrebalancent la situation privilégiée que posséderaient les pays à change plus déprécié¹.

1. Annexe n° 6723 (Session de 1919, séance du 9 août 1919).

Rapport fait au nom de la Commission des douanes chargée d'examiner le projet de loi tendant à modifier le tableau 1 annexé à la loi du 11 janvier 1892 (produits chimiques), par M. Eugène Chanal, député.

« *Le change allemand.* — L'Allemagne va posséder un avantage appréciable sur les nations de l'Entente pour l'exportation des produits chimiques, c'est celui qui résulte de la dépréciation de son change, et cet avantage tiendra en échec tous nos droits protecteurs.

» En principe, la dépréciation du change est une calamité pour une nation. La règle est absolue quand cette nation est importatrice.

» Si l'Allemagne veut acheter aujourd'hui en France, un objet dont la valeur était de 100 francs avant la guerre, et pour le payement duquel elle devait décaisser 80 marks, elle aura à verser aujourd'hui en admettant que le prix de cet objet n'ait pas varié depuis 1914, approximativement 224 marks.

» Mais si le pays à change déprécié, trouvant chez lui les matières premières d'une industrie, veut exporter les produits de cette industrie, la situation est complètement renversée. Un exemple montrera les dangers de cette situation.

» Prenons le brome, par exemple, matière première qui existe en Allemagne.

» Avant la guerre, ce produit, exempt de droits d'entrée, était vendu en France environ, par 100 kilos, 400 francs.

» En marks, il se vendait donc, au cours de 80 marks pour 100 fr., 320 marks.

» Demain, la valeur de ce produit se stabilisera pendant un certain temps vers : les 100 kilos, 800 francs, soit deux fois la valeur d'avant-guerre.

» Si le tarif proposé ne prévoyait qu'un droit de 200 francs par 100 kilos, au tarif général qui sera certainement celui appliqué à l'Allemagne pour ce produit, l'exportateur allemand toucherait donc net, par 100 kilos, 600 francs.

Si les faits justifient par occasion cette manière de voir des protectionnistes, il n'en demeure pas moins, comme nous allons essayer de le montrer, qu'en général ils la contredisent sérieusement.

Pour ne point commettre d'erreur, il faut discriminer les influences des causes diverses de la baisse d'une devise.

« La dépréciation d'une monnaie nationale, dit-on, est à la fois un obstacle à l'importation, un véritable droit *ad valorem* s'opposant à l'entrée des marchandises étrangères, mais en même temps une véritable prime, un stimulant à l'exportation, grâce au bénéfice de l'agio sur les négociations des lettres de change qu'elle permet à l'exportateur de réaliser. Sur ce point,

» Mais au cours actuel des changes, 100 marks valent 44,75 (francs français).

» Six cent francs représentent donc environ 1.380 marks, soit, en marks, près de trois fois et demi la valeur d'avant-guerre.

» Alors que le produit a augmenté de deux fois sa valeur, l'exportateur allemand touchera, en marks, l'équivalent de trois fois et demi cette valeur.

» Il est vrai que la situation du change allemand peut s'améliorer, mais cette amélioration ne se réalisera qu'avec une certaine lenteur, et jusqu'à ce qu'il ait atteint un cours équivalent à celui d'avant-guerre, notre industrie des produits chimiques qui essaie de renaître, qui a besoin de toute notre sollicitude, risque fort d'être dangereusement atteinte.

« Il faut remarquer que tous les produits ne se trouvent pas dans des conditions identiques au brome au point de vue du change. On peut néanmoins affirmer en tout cas, que la règle s'applique intégralement à la presque totalité des produits chimiques synthétiques et pour beaucoup d'autres avec seulement des différences de degré.

« Cela explique la gravité de la situation et précise les difficultés auxquelles nous aurons à faire face pour restaurer en France l'industrie des produits chimiques. »

la doctrine et les faits sont d'accord. La doctrine est aussi vieille que Ricardo et même que Hume qui professait le rétablissement automatique des mouvements du commerce extérieur, grâce aux régulateurs du change, et la pratique, puisque dans tous les pays à change avarié on a vu les exportateurs protester contre les tentatives d'assainissement de la monnaie nationale¹. »

Hume et Ricardo n'avaient envisagé que les relations entre pays jouissant d'une situation monétaire saine. Il est absolument exact que, dans ce cas, la perte du change ralentisse les importations, active les exportations, qu'une prime du change produise les effets inverses. Quand la livre cotait 25, 15 francs avant la guerre, il y avait intérêt, pour le Français, à acheter en Angleterre, pour l'Anglais à s'abstenir d'acheter en France. Mais ces calculs reposaient sur la certitude du caractère temporaire de cette dépréciation de la livre et l'on savait qu'automatiquement, après quelques mois, elle reviendrait au pair.

Quand apparaît le papier-monnaie, notons que, dans la mesure où elle en traduit la diminution du pouvoir d'achat, la dépréciation du change n'affecte pas le trafic extérieur sur lequel n'agit qu'une dépréciation résultant du déficit des comptes. Mais

1. W. Oualid, *Chronique économique, Europe nouvelle*, 3 janvier 1920.

cette dépréciation n'opère plus avec la souplesse que l'on observe lorsque la situation est saine. Avant la guerre, on savait qu'au-dessus de 25,22 la livre était chère; aujourd'hui on ignore si le cours de 50 fr. est bas ou élevé. Le nouveau pair est inconnu et varie avec la politique de l'institut d'émission; il n'y a plus de gold-point; de là le caractère très spéculatif des opérations de change. Les acheteurs se multiplient à la hausse et une progression des cours de la livre précipite les achats de devise et de produits anglais.

S'il est vrai que les exportateurs aient parfois protesté « contre les tentatives d'assainissement de la monnaie nationale » ils ne semblent pas avoir beaucoup réussi. L'exemple le plus fameux est celui des *inflationists*, aux Etats-Unis. Ils créèrent une grande agitation lorsqu'aux environs de 1870 le gouvernement américain voulut abolir le cours forcé des billets. Pour répondre à leurs manœuvres, le secrétaire du Trésor, Mac Culloch, montra en de remarquables rapports les effets désastreux que le cours forcé avait eus sur le commerce intérieur et sur le commerce extérieur. Le Congrès rejeta les prétentions des inflationists et un acte du 14 janvier 1875 amorça la reprise des paiements en espèces¹.

Il est possible que la dépréciation d'une monnaie

1. Cf. Arnauné, *op. cit.*, p. 435 et suiv.

fiduciaire à l'étranger précède la diminution de son pouvoir d'achat sur le marché national. Celui-ci voit alors affluer les acheteurs des autres pays. Les producteurs de ces pays sont-ils en droit de s'alarmer en voyant naître un courant de transactions qui leur paraît menaçant ? Est-il utile que leurs gouvernements interviennent, par un renforcement des droits de douane, pour mettre un frein à la joie des inflationnistes du pays à change déprécié ?

Deux faits rendent bientôt vaines craintes et joie.

Le premier est la concurrence même des acheteurs qui réduit dans de fortes proportions le bénéfice de l'opération. Les protectionnistes paraissent oublier que les cours résultent du jeu de la loi de l'offre et de la demande et que le prix de revient ne constitue pour les vendeurs qu'un minimum au-dessous duquel ils ne peuvent descendre, qu'il n'est qu'un des éléments déterminants des conditions de l'offre. Et actuellement la concurrence a lieu plutôt entre acheteurs qu'entre vendeurs, tant est grand le besoin général de toute chose.

La deuxième est l'accroissement rapide des frais de production dans un pays à change déprécié. Le prix des salaires, des matières premières, des produits de toute sorte finissent nécessairement par refléter la diminution du pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

Que nous enseigne à cet égard la reprise des relations commerciales avec l'Allemagne ?

L'effrondement du mark fut après l'armistice excessivement rapide. A Genève, il accusa, au cours de l'année 1919, une perte allant de 60 à 90 %. Cet état de choses eut de nombreuses causes; les unes d'ordre général : l'inflation de la circulation et le déséquilibre de la balance commerciale, causes qui ont entraîné la baisse de la devise de tout Etat belligérant sur les marchés neutres; les autres, d'ordre particulier : le manque de confiance dans l'avenir de l'Allemagne vaincue et soumise à de lourdes obligations par le traité de paix, puis l'exportation des capitaux allemands, conséquence de la révolution intérieure et des lois fiscales frappant lourdement la fortune privée. Pendant des mois, l'Allemagne inonda de ses marks les marchés étrangers, qui en détiennent 20 à 25 milliards¹. On put, à la bourse de Genève, en acheter un million, d'un seul coup de crayon, sans amener une variation de cours. Comment, par contre, s'établissaient les prix sur le marché allemand, après le 11 novembre 1918 ? Pendant la durée de la guerre, l'Allemagne avait en quelque sorte vécu en vase clos, n'ayant eu que quelques relations avec la Suisse, la Hollande, la Scandinavie, d'ailleurs étroitement réglementées par son gouvernement. Elle ne pouvait se rendre compte de l'ampleur et des conséquences de la baisse du mark.

1. Cf. A. Raffalovich. Revue de l'année 1919 en Allemagne (*Economiste français*, 31 janvier 1920).

Il lui restait encore en stock une partie des marchandises qu'elle exportait en grosses quantités avant 1914. Quand les relations commerciales reprirent, « les prix demandés, dit un témoin, étaient les prix courants en Allemagne avant l'armistice, c'est-à-dire qu'ils dépassaient simplement les prix de 1914 de la majoration provoquée par la guerre dans tous les pays. En somme, l'occasion était bonne. On en profita. Neutres et alliés accoururent, vendirent, achetèrent, troquèrent à qui mieux mieux. »

Ces belles opérations n'eurent qu'un temps. « A l'automne (1919), dit le témoin, les achats d'articles manufacturés au-delà du Rhin marquèrent un fléchissement; car *déjà des prix s'élevaient*, l'Allemagne se ressaisissait, tentait de réagir; et puis les réserves s'épuisaient ». La résistance s'organisa sous la pression du gouvernement allemand. « Au mois de janvier (1920), on put dire que le siège du négoce allemand était fait... et l'étranger était sommé de payer des majorations qui ont atteint jusqu'à 800 %¹ »

Que devient dès lors, l'avantage de la perte du change ? Au cas d'un relèvement du mark, les achats en Allemagne deviendraient absolument impossibles avec de telles hausses².

1. *Le Temps*, 3 avril 1920.

2. Pareil fait vient de se produire sur le marché italien des soies. « Le change italien après avoir monté à 158, est revenu deux jours à 137, pour s'établir ensuite à 140. Les prix en lires avaient été vive-

Les Allemands pourraient-ils adopter une échelle de majorations de prix proportionnelles aux cours du change ? Ceux-ci connaissent des fluctuations incessantes et cette instabilité des prix de vente constituerait le plus grave obstacle aux transactions commerciales.

Quant aux prix de revient, en Allemagne, ils se sont mis en harmonie avec la valeur nouvelle du mark sur les marchés extérieurs. La main-d'œuvre ne peut qu'y être excessivement chère, puisque produits alimentaires et articles de vêtements proviennent de l'étranger. Voici quelques chiffres concernant la hausse des matières premières. La métallurgie allemande employait beaucoup de produits suédois : minerais, fontes, fers, etc. Le prix du fer de Suède en marks passe, de 1914 à fin 1919, de 10 à 300 les 100 kilos, celui de la minette de 8,50 à 70 la tonne. La couronne suédoise, qui correspond au pair à 1 m. 12 environ, a valu 11 et 13 marks¹.

La hausse atteint même les produits du sol allemand. Le syndicat des mines de fer du « Siegen » a élevé les prix de vente du minerai dans les proportions suivantes² :

ment relevés sur le premier de ces mouvements ; on a néanmoins pu noter un chiffre important d'achats. Après la baisse du change (français) la hausse en liras ayant persisté les affaires ont été arrêtées presque radicalement. » (*Economiste français*, 24 avril 1910, p. 523).

1. Cf. *Economiste français*, 3 janvier 1920.

2. Circulaire banque Renault, 19 décembre 1919.

	Juillet 1914	Décembre 1919
Minerai brut.....mark.	12.10	129.10
Minerai grillé.....	18.50	193.40

La concurrence des produits d'origine germanique ne semble pas particulièrement redoutable si elle n'a d'autre arme que la dépréciation du change. Allemands et Autrichiens regrettent, en général, les ventes nombreuses consenties à des prix trop bas, et qui furent en réalité des pertes, marchés d'autant plus désastreux qu'ils portèrent, en partie, sur des machines et de l'outillage indispensables à la reprise de la vie économique. « Nous liquidons notre capital » put dire un membre du gouvernement prussien¹. « La dépréciation de notre argent, annonçait le docteur Reich, secrétaire d'Etat des finances autrichien, a permis aux acheteurs étrangers d'exporter de l'Autriche des quantités énormes de marchandises et de valeurs. La conséquence en est qu'à l'heure actuelle l'exportation est déjà arrêtée, rien n'étant plus à vendre chez nous. »²

Nous avons essayé de mettre à nu l'inanité des doleances protectionnistes et nous pensons que les avantages intermittents d'une devise dépréciée sont loin de compenser les troubles économiques incessants qu'elle engendre³.

1. *Le Temps*, 3 avril 1920.

2. *Le Temps*, 5 janvier 1920.

3. Cf. *Le Temps*, 12 août 1920, « Change et exportation ». Cet article donne les précisions suivantes : « Une grande revue anglaise, le

Le pays qui en souffre se trouve finalement dans des conditions défavorables pour soutenir la lutte internationale.

Statist publie de temps à autre les index-numbers qui indiquent les variations du coût de la vie, depuis 1913 en Angleterre, aux Etats-Unis et en France. Si l'on consulte ces chiffres qui sont établis avec soin et pour un grand nombre de marchandises et denrées, on constate qu'à la fin d'août 1919, l'on payait 347 en France, 250 en Angleterre et 211 aux Etats-Unis pour ce qui en 1913 valait 100 dans chacun des trois pays. Autrement dit, le Français payait 347 fr. ce qui valait autrefois 100 fr., l'Anglais 10 livrés ce qui en valait 4 et l'Américain un peu plus de 42 dollars ce qui en valait 20. La livre était alors à 34 fr. et le dollar à 8 fr. Une forte tension des changes existait déjà, on le voit. Néanmoins, on s'aperçoit en transformant les prix sus-indiqués en francs au cours du 31 août 1919, qu'en Angleterre on ne payait que 338 fr. et aux Etats-Unis 340 fr. ce qui nous coûtait en France, 347 fr. Donc, malgré la baisse de notre franc, ni l'Anglais, ni l'Américain n'avaient à cette époque, avantage à acheter en France plutôt que chez eux.

« Si on se reporte maintenant aux chiffres indiqués pour la fin de l'année, on remarque que les prix en France n'avaient pas immédiatement augmenté dans la mesure où le franc s'était déprécié dans les derniers mois de 1919. (La livre valait alors 50 fr. et le dollar 10 fr.). En faisant le même calcul que ci-dessus, et en transformant livres et dollars en francs-papier, on trouve en effet que ce qui valait 100 fr. en 1913 était payé le 31 décembre 1919, 347 fr. chez nous, 442 fr. aux Etats-Unis et 550 fr. en Angleterre. D'où avantage temporaire faible pour les Américains mais appréciable pour les Anglais, à acheter en France, par suite de la hausse brusque de la livre et du dollar en novembre et décembre.

Voyons enfin les chiffres du 31 mai dernier (pour la France ce sont ceux de fin avril, mais aucun mouvement sensible des prix ne s'est produit en mai), et rappelons qu'à cette époque, la livre, après une hausse éphémère était revenue à 50 fr. et que le dollar en valait 13. On constate que pendant les cinq mois qui s'étaient écoulés depuis fin 1919 les prix en France s'étaient établis au niveau du marché mondial. On payait en effet 584 fr. chez nous ce qui valait 559 fr. aux Etats-Unis et 612 fr. en Angleterre. Donc l'avantage à acheter en France avait complètement disparu pour l'Américain, tandis que l'Anglais qui, en décembre pouvait obtenir chez nous des prix inférieurs d'environ 25 % à ceux pratiqués en Grande-Bretagne, ne trouvait plus en mai qu'un bénéfice de 4 à 5 %.

« Ces chiffres et ces faits confirment la saine doctrine. Ils prouvent

DE LA STABILISATION DES COURS.

A diverses reprises les gouvernements se préoccupèrent d'obtenir la stabilisation des cours du change.

Pour les pays au régime du papier-monnaie, on en comprend l'impérieuse nécessité, si l'on considère les maux nombreux qu'ils s'épargnent ainsi. Dans ce but, ils s'efforcent de comprimer leur circulation fiduciaire et de rétablir progressivement les paiements en espèces.

Mais certains économistes veulent aller plus loin. Ils réclament l'intervention de l'Etat pour atténuer, voire supprimer, toute variation du change, même entre pays à circulation saine.

Cette intervention consiste en accords avec les autres Etats ou en une immixtion de l'Etat dans le commerce des changes. S'il s'agit d'un pays à change déprécié, l'Etat ne s'attaque plus au mal en cherchant, comme précédemment, à en supprimer la cause profonde, le papier monnaie; il s'en prend directement aux variations du change et prétend obtenir un résultat immédiat.

avec force l'action des lois économiques. La conclusion pratique qui s'impose, c'est qu'il est vain de vouloir contrecarrer par des mesures arbitraires cette action naturelle, et que loin d'entraver les échanges internationaux il importe, au contraire, de les faciliter et de les encourager dans toute la mesure du possible si l'on veut lutter contre les immenses difficultés avec lesquelles nous sommes aux prises.

Etant donnée, en 1920, l'impossibilité de la reprise des paiements en espèces avant un long temps, beaucoup prétendent trouver uniquement dans l'interventionnisme le remède aux maux dont souffrent actuellement la plupart des pays. Nous aurons à exposer plus tard les formes projetées ou réalisées de cette intervention dans la crise présente. Pour l'instant nous nous bornerons à envisager la question du point de vue théorique.

Le mécanisme du change répond à deux nécessités : nécessité de supprimer autant que possible entre deux pays les transferts coûteux de métal et de réduire la quantité d'or ou d'argent en circulation ; conséquemment, nécessité du crédit pour permettre aux nations momentanément débitrices et ne disposant pas d'un stock métallique suffisant d'importer les produits indispensables à leur consommation, en échange de leurs exportations futures.

Ces deux besoins d'économie et de crédit s'étaient également manifestés dans l'organisation du commerce intérieur. Il y fut donné satisfaction par la création d'une circulation fiduciaire, précieux adjuvant de la circulation métallique.

L'utilisation des effets de commerce, à ordre ou au porteur, avait montré comment l'on pourrait éviter les transferts de numéraire et avait ouvert une voie aux règlements de place à place par simple compensation. Celle-ci demeurerait néanmoins impossible lorsque

ces effets n'étaient offerts qu'en quantité insuffisante.

La circulation fiduciaire n'acquiesce toute sa souplesse qu'avec le billet de banque, auquel la loi confère cours égal et qui « circule comme la monnaie dont il est le réputé, la fidèle représentation, l'exact équivalent ¹ ». Grâce au billet de banque, chaque place possède toujours des moyens de remise d'un transport peu coûteux. Le change se réduit alors à une légère commission de banque, indépendante des frais de transport de métal économisés.

La considération de ces avantages provoqua des projets de création d'un billet de banque international, mais ils ne purent jamais aboutir.

Le billet de banque établit entre toutes les régions toutes les industries, toutes les individualités d'un pays une profonde solidarité de leur crédit à l'égard de l'étranger. Actuellement les Français voient leurs billets dépréciés hors des frontières en grande partie du fait des énormes achats nécessaires à la reconstitution des régions dévastées; à l'encontre, le travail et la production des régions n'ayant subi aucun dommage tendent à atténuer cette dépréciation, qui atteint toutes les valeurs qui ne représentent que des francs, c'est-à-dire, outre les billets de banque, toutes les disponibilités du marché monétaire, capitaux flottants, non encore transformés en richesses matérielles

1. Arnané, *op. cit.* — Cf. Truchy, *op. cit.* p. 344 et suiv.

et les titres de créance. Les barrières qui s'opposent à la circulation des billets d'un pays à l'autre entraînent la constitution de marchés monétaires distincts et indépendants. Si, par impossible, la France et la Suisse convenaient actuellement de conférer, sur leur territoire, une égale force libératoire aux billets des deux pays, tous les détenteurs de francs suisses, sous forme de billets de banque, de crédits en banque, de coupons, d'obligations et autres titres de créance verraient la valeur de ces avoirs diminuer d'environ les deux tiers, tant en Suisse qu'à l'étranger.

On comprend, dès lors la résistance qu'ait rencontrée la création d'un billet de banque international.

Les nations se refusent à admettre une solidarité aussi étroite et le mécanisme du change international évite les transports de numéraire par la mise en jeu du crédit individuellement consenti, aux risques et périls de celui qui le consent, en maintenant autonomes les marchés monétaires des différents pays, qui entendent ne point pâtir des événements qui atteindraient les autres.

Cette autonomie est d'ailleurs en grande partie purement théorique. Les Etats se font de grandes illusions s'ils pensent pouvoir demeurer complètement à l'abri des répercussions des crises économiques qui éclatent sur tel ou tel marché. On le vit bien lors de la grande crise monétaire de 1907 aux Etats-Unis, « qui, telle un cyclone dévastateur, traversa, comme

d'habitude, l'Atlantique, s'abattit sur l'Europe, sur les Etats principaux comme sur les petits, car ces tempêtes monétaires ne font pas de compliments. Tous les pays qui croient échapper à la crise lorsqu'elle éclate, se trompent, il y a une solidarité économique dans le mal comme dans le bien, et plus dans le mal que dans le bien¹. »

Sans aller jusqu'au billet de banque international, diverses combinaisons ont été essayées ou proposées en vue de stabiliser le cours des changes. Leur but est d'atténuer les effets des variations quotidiennes de la balance des comptes, en ne procédant qu'à des liquidations périodiques, trimestrielles, voire annuelles. *Des chambres de compensation internationales*, fonctionnant sur le modèle de l'Union postale, permettraient d'atteindre ce résultat. « Par ses derniers développements, cette Union est devenue un grand institut de compensation, qui ne diminue en rien l'inviolabilité et l'autonomie des Etats, mais qui permet la liquidation universelle des dettes et des créances, jugée à priori jusqu'ici impossible à travers tant de divers systèmes de monnaie et de billets de banque. Le bureau de la comptabilité à Berne examine les dettes et les créances postales de tous les Etats et les compense avec une admirable simplicité². » Citons,

1. Luigi Luzzati, *La Chambre de compensation internationale pour modérer le cours du change*.

2. Luzzati, *op. cit.*

dans cet ordre d'idées, la stabilisation avant la guerre du change des pays scandinaves, par une entente des directeurs des banques d'émission suédoise, norvégienne, et danoise. Les trois devises, Stockholm, Copenhague, Kristiania, n'étaient pas cotées séparément sur les autres places. « On les groupait sous une rubrique unique, qualifiée « Scandinavie », et qui donnait en réalité le cours du papier sur Stockholm. Celui des effets sur les deux autres places était d'une façon permanente, en vertu d'une tradition, inférieur d'un demi-point (50 centimes par 100 couronnes) au change sur la capitale suédoise... Dans les relations entre les capitales des trois royaumes, le change n'intervenait pas à proprement parler¹. » La guerre a brisé cette belle harmonie; dès septembre 1914, les papiers norvégiens et danois étaient dépréciés à Stockholm et à partir du 1^{er} décembre 1915 on cota séparément, à Paris, Suède, Norvège, Danemark.

A côté des conventions internationales, l'autre moyen préconisé, avons-nous vu, pour remédier aux fluctuations du change, est l'intervention de l'Etat dans le commerce même des devises, et nous étudierons, plus tard, le parti que les belligérants tirèrent de cette idée. Elle avait connu des applications avant la guerre.

1. M. Dewawin, Les variations des changes scandinaves depuis le début de la guerre (*Journal de la Société de statistique de Paris*, octobre 1918).

On conçoit que, pour faciliter les relations avec un autre Etat, un gouvernement fournisse aux importateurs, à un cours déterminé, le change nécessaire à leur paiement. Les pertes éventuelles de ces opérations sont supportées par le budget, puisqu'il s'agit d'un véritable service public organisé dans l'intérêt général. Ainsi en était-il des interventions du gouvernement indien, après les récoltes déficitaires, pour maintenir le cours de 16 pences = 1 roupie.

Les ententes entre le Trésor français et la Banque de l'Algérie assurent la stabilisation du change franco-algérien. Les billets de la banque de France n'ont pas force libératoire en Algérie; inversement, ceux de la Banque d'Algérie ne peuvent être utilisés pour les paiements en France. Et cependant, « l'Algérie se présente comme un Etat ayant par rapport à la France *un change invariable et gratuit*... Peu importe que le solde commercial de l'Algérie avec la France ou l'étranger soit actif ou passif, c'est toujours la même commission qui est demandée au public. *Cette fixité du change, rebelle à toutes les fluctuations de la balance du commerce ne renverse-t-elle pas tous les enseignements économiques*¹ ? » L'importateur algérien, qui veut effectuer un versement en France paye une commission fixe de 50 centimes par 1.000 francs. » C'est

1. Bernard Lavergne, *La Banque de l'Algérie. Le mécanisme de change franco-algérien*, p. 25.

le droit que prélève la poste française pour envoyer une somme d'un département à l'autre, d'une rue à l'autre de la même ville. »

Il est indéniable que des ententes internationales pour la fixation d'échéances périodiques et espacées de liquidation des comptes, que des interventions de l'Etat ne garantissent aux transactions internationales plus de sécurité que le jeu du mécanisme des changes abandonné à l'intérêt privé. Toutefois la solution n'est point sans inconvénient.

La prime ou la perte d'une devise, résultat de la libre concurrence entre acheteurs et vendeurs, n'est pas simplement un baromètre fournissant des indications sur la situation économique d'un pays et sur l'importance de ses engagements; elle est surtout *un régulateur du trafic*; elle agit directement et automatiquement sur les importations, les exportations, les mouvements de capitaux pour amener l'équilibre du doit et de l'avoir de chacun. Les ententes ou interventions que nous envisagions privent le commerce international de ce mécanisme compensateur si prompt à fonctionner. Elles risquent d'entretenir des illusions dangereuses sur une situation peut-être grave, dont les conséquences seront plus facilement évitées quand elle sera dénoncée à tous par la hausse des changes.

La guerre apporta des troubles profonds dans la vie économique de l'univers entier, et, notamment, dans

les transactions commerciales internationales. Les suites menacent d'en être exceptionnellement longues et pénibles pour tous les peuples. Comment la crise présente a-t-elle été engendrée, quels remèdes préventifs et quels palliatifs a-t-on tenté de lui opposer, quelle est actuellement la profondeur du mal et comment espérer le guérir ? Ce sera l'objet de notre deuxième partie.

DEUXIÈME PARTIE

Les Changes depuis la Guerre

CHAPITRE PREMIER

Effets de la guerre sur le commerce des changes

Les effets économiques de la guerre portèrent sur la balance des comptes de toutes les puissances et sur les modes mêmes du règlement entre elles des transactions.

Les Etats engagés dans la lutte virent rapidement leurs importations s'accroître notablement. Pour faire face aux besoins des armées et des industries de guerre, il leur était indispensable de chercher à tirer des pays neutres tout ce que ceux-ci étaient en mesure de leur fournir.

La France, par exemple, avait ses départements du Nord et de l'Est, les plus riches en industries métallurgiques et en mines de houille, occupés par l'ennemi; cela constituait pour elle une diminution de 40 % de sa puissance de production, et aggravait d'autant la nécessité d'achats à l'extérieur.

D'une manière générale, toutes les nations de l'Entente, insuffisamment préparées à l'agression, demandaient un large concours aux usines américaines.

Malgré le blocus, l'Allemagne achetait en grande quantité, par l'intermédiaire de la Hollande et de la Scandinavie, les denrées et les matières premières, cuir, coton, nécessaires au ravitaillement et à l'entretien des troupes.

A cet accroissement de leurs achats, les belligérants ne pouvaient opposer que des exportations de plus en plus réduites. La mobilisation avait désorganisé leur industrie et leur agriculture. Toute leur activité devait se concentrer sur les besoins de la défense nationale. Les exportations vers les pays ennemis se trouvaient supprimées. Les dépenses des voyageurs et des touristes étrangers diminuaient considérablement. Les frets, auparavant, pour l'Angleterre et l'Allemagne notamment, sources de profits, ne donnaient plus que des revenus très réduits, la plupart des navires étant affectés aux transports d'ordre militaire.

L'excédent des importations sur les exportations de

marchandises était, pour la France, de 1.500 millions en 1913. Nous retrouvons sensiblement le même chiffre en 1914, malgré cinq mois de guerre; cela tient à ce que, au début des hostilités, nos importations se ralentirent; nous n'étions pas outillés pour transformer en obus et engins militaires de toutes sortes les stocks de matières premières se trouvant à l'étranger et l'on ne se rendait pas compte de l'importance que prendrait le facteur industriel dans la conduite de la lutte. Mais, en 1915, nos excédents d'importations de marchandises atteignaient environ 8 milliards; en 1916, 14 milliards; en 1917, plus de 21 milliards; en 1918, 17 milliards; en 1919, 21 milliards, excédents qu'il y a lieu de majorer des sommes énormes déboursées pour frets et assurances. Or nos exportations « invisibles », qui en temps normal comblaient le déficit de notre balance commerciale, se raréfiaient. Si les dépenses des troupes alliées compensèrent, dans une mesure qu'on ne saurait évaluer, la diminution des dépenses des touristes étrangers en France, par contre, les coupons de nos valeurs autrichiennes, balkaniques, turques ou russes ne représentèrent bientôt plus aucune valeur. Puis, petit à petit, les neutres rachetèrent une grande partie des titres de nos meilleurs placements chez eux.

On voit les difficultés auxquelles allaient se heurter les belligérants. Chaque année leur laissait un reliquat énorme de dépenses. Les seuls procédés auxquels ils pouvaient songer étaient l'envoi d'or et l'obtention de crédits.

Le chiffre considérable des dettes montre vite l'insuffisance de transferts de métal précieux. La France¹ eût épuisé, dès 1916, son stock d'environ 6 milliards $\frac{1}{2}$. L'Angleterre tenta de maintenir son change par l'emploi des seuls procédés de l'économie politique classique et voulut parer au déficit par des envois d'or aux Etats-Unis; au milieu de l'année 1915, ces envois atteignaient 140 millions de dollars. Néanmoins, la perte de la livre par rapport au dollar s'éleva jusqu'à 9 % et 10 % en septembre et octobre 1915.

D'autre part, il était indispensable que les belligérants conservassent une provision métallique importante. En France même, des polémiques s'engagèrent sur l'opportunité des sorties d'or. « Un premier courant voulait que l'on fit front de tous côtés et demandait que la Banque envoyât de l'or partout où la dépréciation du franc devenait menaçante. A quoi sert une encaisse d'or, répétaient les partisans de cette politique, si on ne l'utilise pas pour le seul objet qui puisse justifier son accumulation improductive en temps de paix économique, c'est-à-dire pour défendre, quand survient une crise, la stabilité de valeur de la devise nationale sur les marchés étrangers² ? »

A ces raisonnements, on opposait « la nécessité de

1. Au moment de la déclaration de guerre, la Banque de France possédait 4.141 millions d'or. La « campagne de l'or » et divers achats lui en procurèrent 2.400 millions.

2. J. Décamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*, p. 22.

maintenir aussi forte que possible une réserve métallique, sur laquelle s'appuie, qu'on le veuille ou non, la confiance des porteurs de billets de banque¹. » La France, dès son entrée en guerre, avait édicté le cours forcé du billet dont le crédit eût été gravement atteint si le public se fût aperçu de la disparition progressive du stock-or, alors que s'accroissait l'importance des émissions.

Le gouvernement britannique ne suspendit pas l'Act de 1844, qui oblige la banque d'Angleterre à conserver une réserve égale au montant de ses billets, moins £ 18.450.000. Une trop forte exportation d'or eût entraîné une insuffisance de la circulation. Ce gouvernement créa, d'autre part, un véritable papier-monnaie, les *currency-notes*, petites coupures de 1 £ et de 10 sh. destinées au drainage de l'or; mais ces billets furent toujours garantis par un stock d'or variable, et, pour le surplus, par des bons du Trésor.

Ainsi l'importance des paiements extérieurs à effectuer et la nécessité de conserver une forte réserve métallique supprimaient la possibilité d'un règlement de la balance commerciale par le procédé habituel des envois d'or aux pays créanciers.

Restait pour les belligérants l'obtention d'ouvertures de crédits.

L'initiative privée n'eût pu trouver les concours

1. . Décamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*. p. 22.

nécessaires qu'à des conditions fort onéreuses et l'impossibilité des envois de méta eût fait supporter à tous les peuples entraînés dans le conflit les inconvénients d'un change que ne modère plus dans ses fluctuations l'existence d'un gold-point de sortie.

De là l'intervention des Etats, principaux intéressés à la présence sur le marché de larges moyens de remise et à la stabilisation des cours des devises neutres, car tous les achats extérieurs contribuaient directement ou indirectement à l'accroissement de leur puissance militaire. Ils devaient *s'imposer une politique des changes*.

Ils adoptèrent d'abord diverses mesures réglementant les importations, pour s'opposer à celles qui n'étaient pas immédiatement nécessaires à la défense nationale, et également les exportations. Ce ne pouvait être qu'un palliatif. Les importations superflues ne représentaient que bien peu de choses dans l'ensemble. Le gros problème était de se procurer les instruments de paiement de la masse considérable des importations exigées pour la conduite même de la guerre.

Individuellement ou associés, les Etats belligérants se substituèrent vis-à-vis des neutres aux personnes privées par l'obtention de crédits à plus ou moins long terme. Dans leurs demandes ils s'appuyèrent sur une « mobilisation de la fortune privée nationale¹ » et sur un dosage des exportations d'or.

1. M. Alfassa, Conséquences de la guerre (*Nouvelle Revue*, 15 octobre 1918).

CHAPITRE II

Les bases de la politique des changes des Etats belligérants

SECTION I

La Réglementation du Commerce Extérieur

A) LA RÉGLEMENTATION DES IMPORTATIONS.— Cette mesure se justifie aisément en temps de guerre. Chaque Etat désire exercer un contrôle sur la nature et la provenance des produits qu'il reçoit; légitimement, il peut craindre que l'acquisition de certaines marchandises ne provienne de ventes indirectes de l'adversaire; il est naturel qu'il établisse une police du trafic international

D'autre part, alors même qu'il s'agit d'achats chez des neutres ou chez des alliés, quand le montant des moyens de paiement est limité et doit être judicieusement utilisé, il est indispensable que des prohibitions

frappent les importations d'un caractère plus ou moins superflu.

Les critiques que l'on peut adresser à ce système sont celles que méritent toutes les interventions de l'Etat dans la vie économique. La détermination du superflu est abandonnée à l'arbitraire gouvernemental et aux décisions de commissions supposées omniscientes. Trop facilement cette réglementation devient une arme nouvelle aux mains des protectionnistes. Ces mesures sont en outre susceptibles de provoquer des représailles de la part d'Etats qui s'estiment lésés.

En France, une loi du 6 mai 1916, complétée par différents décrets des 11 mai, 26 et 28 septembre 1916 et 22 mars 1917, prohibait l'importation de marchandises énumérées dans ces décrets. Il était prévu que ces prohibitions ne s'appliquaient pas :

1^o aux importations effectuées pour le compte de l'Etat,

2^o à celles expédiées antérieurement à la publication du dernier décret.

Auprès du Ministre du Commerce, un « Comité de dérogations aux prohibitions d'entrée » devait préparer : 1^o les propositions de dérogations générales pour certaines marchandises ; 2^o le contingent trimestriel autorisé pour d'autres produits ; 3^o la répartition de ce contingent entre les industries intéressées.

Un nouveau décret du 13 avril 1917 classa les marchandises en trois catégories :

1^o Celles qui pouvaient être importées sans autorisation;

2^o Celles qui ne pouvaient être importées qu'après une autorisation spéciale;

3^o Celles qui ne pouvaient être importées que dans les limites du contingent.

Il fut institué tout un luxe de comités et de commissions pour étudier les demandes d'autorisations d'importation et les questions ayant trait aux contingents.

Un décret du 8 juillet 1917 soumit au régime de l'autorisation préalable les marchandises qui jusque là bénéficiaient du régime du contingent¹.

La multiplicité même des décrets, promulgués en si peu de temps sur ce seul sujet, montre combien il est difficile de réglementer en pareille matière; elle montre aussi à quelles incertitudes se trouve livré le commerce d'importation; dès que l'on admet ce principe de l'intervention gouvernementale, et il est fort heureux, qu'avec le retour de la paix, nous soyions revenus progressivement à une liberté assez grande, ainsi que nous le verrons plus loin.

La réglementation des achats de marchandises se doubla d'une réglementation des acquisitions à l'étranger de valeurs mobilières. Celle-ci résulte de la loi du 3 avri. 1918 qui décide dans son article 6 que « l'impor-

1. Cf. Léon Hillel, *Mouvements du change et politiques de stabilisation*, p. 101 et suiv.

tation en France de tous titres (actions, obligations, ou bons) et en général de toutes valeurs représentant, directement ou indirectement, une part de propriété est interdite.

La création en France d'un certificat conférant à son porteur un droit sur des biens ou des valeurs existant à l'étranger est assimilée à l'importation ».

Sont exceptés de la prohibition :

1^o Les valeurs émises depuis le début des hostilités par l'Etat français ;

2^o Les titres échus remboursables en France et des coupons payables en France ;

3^o Les titres dont la personne qui en poursuit l'introduction en France était propriétaire avant la promulgation de la loi ou en est devenue propriétaire par succession depuis cette date ;

4^o Les titres achetés ou souscrits en France depuis le début des hostilités ;

5^o Les titres pour lesquels une autorisation générale ou spéciale aura été accordée par le Ministre des Finances.

Toutes ces mesures se justifient aisément si on les considère du point de vue étroit de l'économie des moyens de change. En temps normal, l'acquisition de titres étrangers est, pour un pays, un puissant moyen d'action politique, industrielle et commerciale.

L'Angleterre réglementa dès le début de la guerre ses importations. Non seulement elle devait parer, comme tous les belligérants, aux déficits croissants de

sa balance commerciale, mais elle se trouvait plus spécialement menacée par la guerre sous marine, et les prohibitions d'importation furent renforcées de restrictions alimentaires sévères. Ainsi que dans la plupart des pays, des ligueurs se fondèrent pour exhorter le public à diminuer volontairement sa consommation et à alléger ainsi le fardeau des importations.

Toutefois, comme ces mesures portaient préjudice au commerce français, un arrangement franco-britannique du 14 mars 1917 instaura la liberté d'importation de France dans le Royaume-Uni de tous les produits français non compris dans un tableau annexé à l'arrangement et décida que pour les produits compris dans ce tableau des licences d'importation pourraient être accordées. Le même régime était appliqué aux importations d'Angleterre en France.

En ce qui concerne les valeurs mobilières, une ordonnance du 21 décembre 1917 porte qu'aucune personne résidant dans le Royaume-Uni ne pourra effectuer de remise en dehors du Royaume en vue

a) De contracter ou souscrire à un emprunt quelconque, ou de souscrire à une émission quelconque de capital en dehors du Royaume-Uni;

b) D'acheter des stocks, actions ou autres valeurs ou des biens autres que des marchandises, si les titres ou les biens ne sont pas dans le Royaume-Uni¹. »

1. Cf. *Rapport de M. Marin sur le budget et ordinaire des services civils de l'exercice 1919*, p. 349.

Aux Etats-Unis, une loi du 12 octobre 1917 autorisa le pouvoir exécutif à contrôler le commerce extérieur.

En Italie, la réglementation, que l'on trouve condensée dans un décret du 25 mai 1918, fut, dès l'entrée en guerre, des plus rigoureuses. « Dans le groupe des Alliés, l'Italie connut la première les restrictions alimentaires. Elle était, en effet, obligée d'acheter à l'étranger, dans une proportion considérable, les denrées nécessaires au ravitaillement national. En janvier 1918, la somme des prêts que lui avaient consentis l'Angleterre et les Etats-Unis s'élevait à 11 milliards de lires qui avaient servi exclusivement à payer le blé, le charbon, les métaux qui lui étaient nécessaires. Rien que pour 5 mois de l'année 1918, de mars à juillet, la dépense pour l'achat des céréales était évaluée à 3 milliards 500 millions de lires (*Corriere della Serra*, 29 janvier 1918) ¹. »

Un arrangement du 30 mai 1917 a réglé le trafic entre la France et l'Italie.

B. LA RÉGLEMENTATION DES EXPORTATIONS. — Cette réglementation fut aussi appelée à jouer un rôle dans la stabilisation des cours du change. Les belligérants cherchèrent, pour ne pas aggraver leur déficit commercial, à conserver chez eux les produits qu'ils estimaient indispensables à la poursuite de l'action militaire.

¹ Rapport de M. Marin, p. 373.

En outre, certains associèrent cette réglementation et celle du monopole du change. En Italie, l'Etat devint seul bénéficiaire du change que procuraient les exportations. « Un décret du 31 mai 1918 les a soumises à la cession à l'Institut national des changes de la valeur en argent étranger qu'elles représentent¹.

D'autre part, le gouvernement allemand « s'est ingénié à tirer le meilleur parti possible des exportations allemandes : charbon, productions métallurgiques, potasse, produits chimiques, etc. Notamment, il n'a permis que des exportations pour lesquelles l'acheteur s'engageait à payer le vendeur non en marks, c'est-à-dire, avec le bénéfice du change, mais en monnaie du pays de l'acheteur, au cours du mark en temps de paix². » Il a profité des livraisons de marchandises en Suisse et en Hollande, pour exiger de ces pays l'ouverture de crédits importants.

Mais les réglementations les plus importantes sont celles qui ont visé l'exportation des capitaux et qui méritent une étude séparée par l'ampleur qu'elles ont prise.

1. *Rapport de M. Marin*, p. 373.

2. *Rapport de M. Marin*, p. 399.

SECTION II

La Réglementation de l'exportation des capitaux et du commerce des devises

L'idée de réglementer l'exportation des capitaux répondait dans la pensée des gouvernements à une série de mobiles assez complexe. Pour apprécier le rôle des mouvements de capitaux dans le règlement de la balance commerciale et leur influence sur le cours des changes, il y a lieu de distinguer l'action des disponibilités monétaires et l'action des valeurs mobilières.

Dans notre étude générale du mécanisme des paiements internationaux, nous constatons que les disponibilités monétaires affluent automatiquement vers les pays à change défavorable, à condition que la baisse du cours de leur devise soit essentiellement passagère.

Or, depuis la guerre, étant donnés le déficit croissant de la balance commerciale des pays belligérants et les troubles monétaires qui les atteignaient du fait de l'inflation de leur circulation fiduciaire, la spéculation, escomptant un affaissement de plus en plus accentué de leurs devises, était tentée de procéder à d'importants achats de devises neutres en vue de les revendre avec

gros bénéfices un certain temps après. Sans doute, elle eût joué ainsi son rôle habituel de régulateur des cours. Mais les gouvernements ont considéré qu'en pareilles circonstances, des fausses nouvelles, des manœuvres frauduleuses influenceraient trop aisément ces opérations, provoquant des paniques préjudiciables au crédit du pays, que la liberté du commerce conférerait en réalité un avantage énorme aux détenteurs de changes neutres, puisque la plus grande partie des importations, nécessaire à la défense nationale, n'était point compressible et que l'élévation des cours des changes ne se trouvait plus arrêtée par une décroissance progressive et corrélative des entrées de marchandises. Ils ont craint que les devises neutres ne devinssent l'objet d'un agiotage effréné et estimé qu'il fallait en proscrire les achats et les ventes purement spéculatifs. Ajoutons la nécessité de s'assurer que cet exode de capitaux ne favorisait point indirectement l'ennemi.

En ce qui concerne les valeurs mobilières, il semble de prime abord contradictoire de rechercher, d'une part, la stabilisation des cours des changes, et d'entraver, d'autre part, la sortie de ces valeurs. Elles sont éminemment aptes au règlement d'une balance déficitaire. S'il est logique d'en réglementer l'importation pour parer à une aggravation des dettes, il paraîtrait non moins logique d'en faciliter l'exportation.

Nous verrons que les gouvernements surent tirer un

excellent parti des titres étrangers que possédaient les particuliers. Mais ils voulaient empêcher que les ressources provenant de ces négociations ne servissent d'aliment à la spéculation et qu'on exportât des titres pour les soustraire à certaines obligations, telle qu'une réquisition éventuelle des moyens de change. Ils entendaient s'opposer énergiquement à une désertion des capitaux.

Enfin, qu'il s'agisse de fonds ou de valeurs mobilières, les restrictions concernant leur exportation s'inspiraient d'arrière-pensées fiscales.

Ces réglementations ont été plus ou moins sévères suivant les pays. Tantôt elle se sont bornées à un contrôle minutieux des opérations de change, tantôt elles ont été poussées jusqu'à l'établissement d'un monopole de ces opérations au profit d'un institut d'Etat spécialement créé.

En France, dès 1915, le gouvernement s'était préoccupé de cette question. Il avait à cet effet consulté les plus importants banquiers. Ceux-ci, dans une déclaration du 1^{er} juillet 1915, se déclaraient hostiles à l'institution d'un bureau de change auquel seraient remis tous les moyens de paiement. Ils conseillaient de faire appel au patriotisme de tous pour : « 1^o éviter de fournir du change aux gouvernements étrangers sans autorisation du gouvernement français ; 2^o éviter de donner du change aux banques étrangères établies en France, sauf justification de besoins commer-

ciaux de leur clientèle française; 3^o refuser absolument du change à ceux qui veulent expatrier des capitaux, et spécialement acheter et souscrire des valeurs mobilières à l'étranger. »¹

Un arrêté du Ministre des Finances du 6 juillet 1917 institua une Commission des changes à laquelle était confiée l'étude des mesures à prendre pour stabiliser le cours de notre devise. Le premier acte dans la voie de la réglementation est la loi du 31 juillet 1917 portant, dans son article 1^{er}, obligation pour quiconque « fait profession ou commerce de recueillir, acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des monnaies ou devises étrangères... d'en faire la déclaration au bureau de l'enregistrement de sa résidence et, s'il y a lieu, au bureau de l'enregistrement de chacune de ses succursales ou agences. » L'art. 2 de la loi impose à tous ces spécialistes *la tenue d'un répertoire des opérations de change*, ainsi que l'obligation d'exiger de toute personne, pour qui ils opèrent, la déclaration de son identité, de sa nationalité, de son domicile. Le répertoire coté et paraphé par le Président du Tribunal de Commerce doit être présenté à toute réquisition aux agents désignés à cet effet. En outre, des arrêtés décidèrent qu'il en serait envoyé copie tous les quinze jours à la Commission des changes.

« Par une circulaire en date du 31 juillet 1917, le

1. Cf. Léon Hillel, *op. cit.*, p. 109 et suiv.

Ministre des Finances, sur la proposition de la commission des changes, invitait les banques à s'abstenir de toutes opérations spéculatives sur le change et à ne consentir des cessions de devises étrangères que pour des opérations légitimes, d'ordre civil ou commercial, à l'exclusion de toute transaction comportant une exportation de capitaux¹. »

Il faut remarquer que la Banque de France avait, pour sa part, dès 1915, tenté de s'opposer à ces opérations purement spéculatives. « L'obligation de produire des justifications commerciales, nous dit le compte rendu pour l'exercice 1917, à laquelle dès 1915, nous avons subordonné nos ventes d'instruments de payement étrangers, afin de réserver à l'industrie et au commerce français les provisions dont nous pouvions disposer, a été maintenue au cours du dernier exercice. »

Ces premières mesures furent rapidement jugées insuffisantes. Elles permettaient bien d'exercer un contrôle sur les demandes de change direct faites aux intermédiaires; elles ne rendaient point impossible l'exportation de disponibilités exprimées en francs et mises à la disposition de l'étranger par chèques, tirages, virements ou ouvertures de crédit; elles n'inter-

¹ *Rapport de M. Marin* p. 319.

disaient pas l'exportation de valeurs mobilières françaises ou étrangères¹.

La loi du 3 avril 1918, dont nous avons déjà étudié les dispositions relatives à l'importation des valeurs mobilières, est venue prohiber ces opérations.

Sauf exceptions prévues par cette loi, il est interdit à toute personne résidant en France de constituer hors de France, par un moyen quelconque de crédit ou de change, un avoir en titres ou en fonds. Il est interdit de souscrire hors de France à une émission, de consentir un prêt à une personne résidant hors de France; d'acheter, hors de France, tous titres, biens ou produits quelconques, si l'opération implique un transfert quelconque de fonds ou de titres hors de France.

Il est interdit, de même, d'expédier hors de France, en vue de leur réalisation, des titres dont la contre-valeur ne ferait pas l'objet d'une remise en francs, ou donnerait lieu à un crédit en monnaie étrangère dont l'emploi ne serait pas conforme aux dispositions de la loi, c'est-à-dire serait employé aux opérations de dépôt, de placement, de souscription, précédemment prohibées.

Cette réglementation ne doit pas, dans la pensée du

1. Cf. exposé des motifs, projet de loi réglementant l'exportation des capitaux et l'importation des valeurs mobilières. Séance du 29 mars 1918 (*Documents parlementaires*, Chambre, p. 505).

législateur entraver les opérations commerciales. « En voulant empêcher l'exportation des capitaux la loi n'empêche pas le règlement des achats à l'extérieur des marchandises nécessaires à la défense et à la vie nationale. Elle vise essentiellement à empêcher l'émigration des capitaux, quand celle-ci aboutit, d'une part, à une spéculation sur le change, spéculation qui présente des inconvénients multiples et n'offre en compensation qu'un bénéfice pour des intermédiaires ou des particuliers...; quand elle aboutit, d'autre part, à l'exportation des capitaux, soit pour en constituer des dépôts ou acheter des biens ou des titres, mettant les capitaux ainsi investis à l'abri d'impôts, de mesures fiscales ou de tout autre événement redouté, soit pour acheter des marchandises afin de les stocker et réaliser, par cette spéculation, une plus-value qui n'a rien de commercial, et c'est pourquoi les exceptions établies par le présent projet exigeront que les marchandises soient importées¹. »

Les prohibitions ne s'appliquent pas :

1^o Aux fonds et aux titres que les particuliers et les sociétés résidant ou fonctionnant hors de France ont ou pourront avoir en France;

2^o Aux fonds qui seraient envoyés dans les colonies

1. Rapport au nom de la Commission du budget sur le projet de loi, par M. Louis Marin, député, annexe n^o 4558 (*Doc. parlementaire* p. 506).

françaises et les pays de protectorat pour y être utilisés sur place dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie;

3^o Aux règlements des produits, denrées ou marchandises destinés à être importés, dans un délai maximum de six mois, en France, dans les colonies ou les pays de protectorat.

4^o Aux opérations éventuellement autorisées par le ministre des Finances.

La garantie de l'observation de ces prescriptions résulte de la *tenue du répertoire des changes*. Toute opération, licite ou autorisée, ne peut se faire, si elle est d'un montant supérieur à mille francs, que par l'intermédiaire d'une personne astreinte à la tenue du répertoire des opérations de change. Avant toute exécution d'un ordre, l'intermédiaire doit exiger de son client une déclaration écrite indiquant l'objet pour lequel les fonds ou titres sont envoyés hors de France, il doit conserver les déclarations et autorisations et les tenir à la disposition des agents du Ministre des Finances.

Un rapport trimestriel sur l'application de la loi est fait par le Ministre des Finances au Président de la République.

Des sanctions sévères sont prévues; en cas d'infraction, une amende de 25 p. 100 du montant de la somme qu'on aura tenté d'exporter, amende doublée en cas de récidive, peut être infligée.

Telle est l'économie de la loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capitaux.

Le vote même de cette loi appelle quelques réflexions. Elaborée dans un secret relatif, elle fut brusquement présentée à la Chambre des Députées le 29 mars 1918, par M. Klotz, Ministre des Finances. La discussion d'extrême urgence fut demandée et le projet voté aussitôt. Une pareille procédure n'était pas sans danger, alors que se multipliaient les interventions gouvernementales dans la vie économique. Elle créait un véritable privilège en faveur des « gens bien informés », ayant exporté librement, en temps utile, des capitaux. Il semble admis, aujourd'hui, que le gouvernement puisse ainsi modifier brusquement le régime des importations, celui des exportations, celui des douanes. Ne serait-il pas à craindre que ces interventions répétées ne nous ramenassent au régime du « bon plaisir » que dissimulerait tant bien que mal le prétexte de l'intérêt national ?

On pouvait ne pas tenir compte de ce que cette loi impliquait « la restriction la plus évidente du droit de propriété, de l'usage des capitaux¹ ». Elle constituait essentiellement une mesure de guerre, se justifiant, comme telle, par le désir légitime de conserver à la défense du pays toutes les ressources nationales. « Nous avons déjà pris des mesures relevant du même principe, disait M. Marin, comme l'interdiction d'exporter du blé, de l'or, l'interdiction des émissions,

1. *Rapport de M. Marin au nom de la Commission du budget.*

sauf dérogations, et autres. » Partant, la loi du 3 avril 1918 ne devait être qu'une mesure temporaire, expirant trois mois après la date de cessation des hostilités. Le décret fixant cette date a été promulgué le 23 octobre 1919, et, par conséquent, la loi du 3 avril 1918 n'eût plus dû recevoir d'applications après le 23 janvier 1920. Mais il est toujours difficile de mettre un terme aux interventions de l'Etat et la loi du 29 décembre 1919, portant ouverture et annulation de crédits sur l'exercice 1919, prorogea jusqu'au 1^{er} janvier 1921 l'application de la loi du 3 avril 1918.

M. Léon Polier a relevé les pouvoirs énormes que cette loi donne au Ministre des Finances; « elle constitue un exemple regrettable d'une tendance fâcheuse à organiser un régime économique sans garanties pour les intéressés ¹. » Il résulte de l'art. 10 qu'un arrêté du Ministre des Finances désignera les délégués chargés de signer les autorisations d'exportations *et déterminera les conditions dans lesquelles fonctionneront les services destinés à assurer l'application de la loi.* « C'est le Ministre, dit M. Polier, qui est investi de la faculté législative, puisque c'est à lui qu'on s'en remet du soin de remplir ce cadre vide qu'on lui livre. Le Parlement s'est insurgé jadis quand M. Briand lui a demandé la faculté de prendre des Décrets-Lois. Aujourd'hui il

1. *Europe Nouvelle*, 6 avril 1918, p. 613, L'interdiction de l'exportation des capitaux. Une loi sans garanties.

accepte sans sourciller les *Arrêtés-Lois*. » Enfin les décisions de la commission des changes ne sont susceptibles d'aucun recours : « il n'y a aucun statut légal déterminant les cas dans lesquels sera ouvert un droit à obtenir des dérogations. »

Il est toujours difficile de porter une appréciation sur une mesure en faveur de laquelle sont invoquées les nécessités de la guerre. Nous nous réservons de la considérer du seul point de vue économique en étudiant la situation actuelle.

La Commission des changes a établi et maintenu très énergiquement son emprise. Le contrôle militaire postal lui fournit d'ailleurs une précieuse collaboration. Elle put ainsi déjouer certaines fraudes telles que :

« Achats de titres à l'étranger sans que le donneur d'ordre dispose dans le pays où s'effectue la transaction d'un avoir suffisant pour régler le vendeur; versements au compte d'étrangers dans des banques françaises de sommes correspondant au montant de marchandises achetées à l'étranger, sans que l'autorisation d'importation ait été obtenue; tirage sur des banques françaises; par des importateurs français, au profit de fournisseurs étrangers pour solde de marchandises livrées dans une gare, alors que l'autorisation d'importation n'avait été ni obtenue ni même sollicitée; envoi à l'étranger dans une même journée d'une série de mandats télégraphiques de mille francs chacun ¹. »

1. Rapport au Président de la République, du 14 octobre 1918.

Elle s'est efforcée, d'autre part, de donner les autorisations de dérogation nécessaires à certaines modalités du commerce d'importation : elle en a accordées aux négociants commissionnaires qui achètent à l'étranger et revendent à l'étranger, sans que les marchandises soient importées en France; aux acheteurs de coton ayant conclu des opérations à terme sur les marchés de New-York ou de Liverpool et qui doivent procéder à des remises assurant la bonne fin de leurs contrats; aux souscripteurs à des émissions d'actions de sociétés étrangères, qu'il s'agisse de créations nouvelles ou d'augmentations de capital; aux marchands de soie et aux fabricants de soieries de Lyon, qui, pour leurs achats de soie filée, doivent s'assurer le change lors de la conclusion du contrat, les paiements ne s'effectuant qu'au fur et à mesure des livraisons; pour les ouvertures de crédit à quatre-vingt-dix jours d'échéance destinées à financer une opération commerciale d'exportation.

En Angleterre, la réglementation fut établie par l'ordonnance du 21 décembre 1917, que nous avons déjà rencontrée à propos de la réglementation des importations de titres. Elle faisait défense à toute personne résidant dans le Royaume-Uni d'acheter toute monnaie étrangère destinée à être conservée dans le but d'une appréciation de valeur ou comme placement ¹.

1. Cf. *Rapport de M. Marin sur le budget de l'exercice 1919*, p. 350.

Mais, plus libérale, la Grande-Bretagne, n'imposa pas aux banquiers la tenue d'un répertoire des changes. Ils devaient simplement exiger de la personne qui voulait faire une remise une déclaration sur le but qu'elle se proposait. En cas de contestation, c'était à cette personne qu'incombait la preuve de l'exactitude de ses allégations. Cette réglementation a été abandonnée.

L'Italie a, au contraire, institué un véritable monopole gouvernemental des instruments de paiement à l'étranger. Il faut reconnaître que la spéculation avait été dans ce pays singulièrement active, ce qu'expliquent certaines faces de la psychologie nationale; acheter du change pour le revendre était devenu un véritable jeu de hasard, une sorte de loterie.

Des décrets des 23 août et 8 novembre 1917 interdirent « l'exportation de valeurs et la cession de crédits à l'extérieur n'ayant pas pour objet le payement de marchandises dont l'importation a été autorisée et doit se produire dans un délai très rapproché, ou l'extinction de dettes échues, ou encore les envois de fonds à des nationaux italiens qui, ayant leurs biens à l'intérieur du royaume résident à l'extérieur¹. » La tenue d'un répertoire des opérations de change devenait obligatoire pour les intermédiaires. Ces mesures ont été jugées insuffisantes et une nouvelle réglementation des 11 décembre 1917 et 23 février 1918 établit

1. *Rapport de M. Marin*, p. 371.

le monopole du commerce des changes dans les conditions suivantes « Le commerce des changes et généralement de tous les moyens de payement à l'étranger est réservé à l'Institut national des changes. Il peut seul acquérir des devises, des traites sur l'étranger, des billets de banque étrangers et, de même, réaliser à l'extérieur des titres étrangers et encaisser les coupons.

Cet Institut est formé du consortium de la Banque d'Italie, de la Banque de Naples, de la Banque de Sicile, de la Banque commerciale italienne, du Crédit Italien, de la Banque Italienne d'Escompte, de la Banque de Rome. Ces Instituts fournissent une somme de 10 millions de liras qui serviront de capital à l'Institut ainsi répartie :

Banque d'Italie.....	5.400.000	liras.
Banque de Naples	1.600.000	»
Banque de Sicile	450.000	»
Banque Commerciale.....	1.000.000	»
Crédit Italien	1.250.000	»
Banque Italienne d'escompte.....	250.000	»
Banque de Rome	500.000	»

« Avant d'entrer en fonctionnement, l'Etat transfère à l'Institut des ouvertures de crédits à l'extérieur, dont le montant n'est pas indiqué. Ce fonds pourra être alimenté successivement par les crédits dont le

Trésor croira expédient de disposer pour faciliter le commerce des changes et en modérer le prix.

« L'Institut a, à sa tête, un Conseil d'administration composé de 11 membres, y compris le Président qui est nommé par un décret du Ministre du Trésor. Ce conseil élit une commission permanente de trois membres siégeant à Rome et qui fixe, toutes les semaines, ou, s'il y a lieu, à intervalles plus rapprochés, le prix des changes. Ces membres sont rétribués; leurs appointements sont de trois mille liras, plus les jetons de présence. Le Conseil se réunit une fois par mois, et présente, chaque année, au mois de mars, aux Ministres du Trésor, du Commerce et de l'Industrie, un rapport sur ses opérations. L'exercice normal, pour l'Institut, commence au 1^{er} janvier et finit au 31 décembre.

« La mesure n'a pas paru exercer d'abord une grande influence sur l'état du change italien¹. »

L'Allemagne avait pour sa part réglementé le commerce des devises. Dès le début de la guerre, le marché officiel avait été supprimé; mais cette mesure fut insuffisante à arrêter la rapide dépréciation du mark sur les places étrangères. Une ordonnance du 20 janvier 1916 désigna les seules banques auprès desquelles on pourrait se procurer des moyens de remise à l'étranger. Trois places centralisaient toutes

1. *Rapport de M. Marin*, p. 376.

ces opérations, Berlin, Brême, Hambourg, ces deux dernières places sous le contrôle de Berlin, à qui elles faisaient connaître quotidiennement les offres et les demandes dont elles étaient saisies. La Reichsbank à Berlin leur donnait alors télégraphiquement des ordres pour la répartition du change disponible. Quant aux cours, ils étaient fixés à Berlin par une délibération des représentants de la Reichsbank et des Banques autorisées en présence du commissaire gouvernemental près la Bourse¹.

Toutefois le détenteur de moyens de paiement demeurait libre de les conserver dans un but spéculatif et l'exportation des billets de banque n'était pas interdite.

Une ordonnance du 8 février 1917 renforça ce régime et porta obligation pour les particuliers de déclarer les monnaies étrangères, les instruments de paiements et créances sur l'étranger en leur possession. La Reichsbank pouvait les réquisitionner. Les valeurs mobilières avaient été précédemment recensées.

Nous avons ainsi parcouru la plupart des formes données par les gouvernements à la réglementation de l'exportation des capitaux qui ne semble pas avoir apporté une contribution appréciable à l'œuvre de stabilisation des cours des changes. Cette stabili-

1. Cf. *Rapport de M. Marin*, p. 400 et suiv.: *Economiste français*, 26 février 1916, p. 261.

sation ne pouvait résulter que de procédés permettant aux belligérants de se procurer en abondance des moyens de remise, ce que réalisèrent des ententes financières et des ouvertures de crédit.

SECTION II

Les Conventions financières internationales et les opérations de crédit

A. LA POLITIQUE DE L'OR

L'énormité des importations s'opposait à ce que les belligérants pussent espérer en solder l'excédent par des envois de métal jaune à leurs créanciers. Quelques chiffres ont montré l'écart entre le stock-or de la France et l'excédent de ses importations. L'Empire britannique lui-même, bien que sa production d'or représente les 2/3 de la production mondiale, n'aurait jamais pu assurer l'envoi en Amérique, au cours des hostilités, de 7 milliards et demi de francs or, sans le concours de ses alliés, France, Russie, Italie, qui lui en remirent, pendant cette période, près de 3 milliards 900 millions¹.

1. Cf. Décamps, *op. cit.*, p. 31.

En outre, chacun devait conserver un stock relativement important, gage d'une circulation fiduciaire considérablement accrue¹.

Il n'en restait pas moins disponible une fraction du stock total, dont l'utilisation aux paiements à l'étranger fut réglée selon des principes nouveaux, qui valurent aux belligérants d'atténuer les maux qui atteignent ordinairement les pays ayant perdu, avec la faculté d'exporter de l'or, celle de contenir les fluctuations du change entre d'étroites limites.

Politique des alliés. — La nécessité d'une politique de l'or ne s'imposa aux alliés que vers la fin du premier semestre de 1915.

En France, on crut à la guerre courte et on se laissa primitivement tromper par la prime du franc sur la plupart des devises, prime qui se maintint jusqu'en janvier-février 1915 et qui engendra quelques illusions sur les modes possibles de stabilisation. Elle était le résultat du ralentissement de nos achats à l'extérieur au début de la guerre et de la précipitation avec laquelle les banques françaises faisaient rentrer leurs disponibilités. Bientôt, les importations reprenant, le manque de moyens de remise ne tarda pas à se faire sentir. Sans doute, la Banque de France put mettre à la dis-

1. Voir également sur le rôle de l'or, le livre de M. G. Manchez, *Sociétés de dépôts, banques d'affaires*, p. 235.

position du commerce, jusqu'en avril 1915, pour 400 millions de francs de change; mais cette somme devint vite insuffisante et force fut à la Banque d'exporter de l'or. Jusqu'au mois d'avril 1915, elle en envoya en Amérique, en Angleterre, en Espagne, *pour plus de 160 millions*; à ces envois il conviendrait d'ajouter les exportations faites pour compte particulier, opérations interdites seulement par un décret du 3 juillet 1915. « Il était manifeste que cette tactique ne pourrait être longtemps soutenue. Encore une fois, elle ne tenait pas suffisamment compte des conditions spéciales créées par l'état de guerre, de l'énormité du déficit qu'il fallait couvrir et du temps pendant lequel il faudrait résister à l'attaque des changes étrangers. Elle pouvait procurer un moyen de défense temporaire et, à cet égard, il est bon de reconnaître que ces premiers envois d'or n'ont pas été sans effet, mais elle n'était, en somme, qu'un expédient, un moyen de gagner du temps. Elle ne constituait pas, à vrai dire, une politique. Or, il était impossible de traverser une crise de l'importance de celle qui s'annonçait sans une politique de change sérieusement coordonnée¹.

La situation s'aggravait en effet. Alors que pour le premier trimestre de 1914 notre commerce avec l'Angleterre nous avait laissé un solde créditeur de 50 millions, le premier trimestre de 1915 accusa un défi-

1. J. Décamps, *op. cit.*, p. 25.

cit de 350 millions, déficit qui atteignit 2 milliards pour l'année 1915. Malgré les envois d'or de la Banque de France, la prime de la livre passa d'environ 2 ‰, en juin 1915, à 10 ‰, à partir de septembre, pour atteindre 12 et 13 ‰ en mars-avril 1916. Le dollar accusa pour sa part, de septembre 1915 à avril 1916, une prime de 14 ‰, 15 ‰, voire 16 ‰.

Bien qu'ayant eu également recours à des exportations de métal, l'Angleterre enregistrait avec inquiétude la dépréciation de sa monnaie. A New-York, la livre sterling était tombée à 4,56 en septembre 1915 (le pair étant 4,86, la prime du dollar était de 7,60 ‰). Elle se releva légèrement fin octobre 1915.

La situation se présentait de la manière suivante : faculté de disposer d'une certaine quantité d'or, disproportion énorme entre la quantité disponible et le déficit de la balance commerciale.

Comment les stocks-or furent-ils utilisés, quels résultats permirent-ils d'obtenir?

Deux idées nouvelles furent mises en œuvre. La première consista à ne plus considérer l'or « au point de vue de ses facultés de règlement », mais « au point de vue de sa capacité de provoquer l'aisance monétaire qui facilite le crédit. »¹ La deuxième, à adopter une politique unique vis-à-vis des neutres.

1. J. J. Décamps, *op. cit.*, p. 18.

Les conventions entre la France et l'Angleterre. —

Partant de ces principes, la France commença d'effectuer des envois en Grande-Bretagne. Celle-ci était mieux placée que nous pour l'utilisation de l'or. Depuis longtemps elle en était le grand marché international. « Plus familiarisés que les nôtres avec son manie- ment, ses financiers concevaient la puissance de cré- dit que de larges envois d'or donneraient en toute cir- constance au Royaume-Uni et leur influence salu- taire sur la tenue des changes. »¹ Ainsi la France n'au- rait qu'à concentrer ses envois sur la place de Lon- dres, politique jugée en définitive plus efficace que celle de la dispersion des envois. En ce qui concernait nos relations avec l'Amérique, il fut convenu, peut- être même l'Angleterre exigea-t-elle, que la plus gran- de partie de nos achats et de nos règlements serait confiée à la Grande-Bretagne.

La première convention franco-anglaise fut con- clue le 30 août 1915. La Banque de France vendait à la Banque d'Angleterre £ 20.000.000 or; en échange, l'Angleterre nous accordait un crédit de £ 62.000.000. D'autres conventions suivirent toujours sur la base de l'aliénation de l'or et de l'ouverture de crédits pour une somme triple. Au total £ 35.000.000 d'or furent exportés par la Banque de France aux dites conditions.

1. M. Alfassa, *Nouvelle Revue*, 1^{er} novembre 1918, p. 52. Cf. article du même auteur, *Nouvelle Revue*, 15 octobre 1918.

Comme le faisait remarquer à la Chambre M. Ribot, Ministre des Finances, le 7 mai 1915, ces livraisons d'or n'impliquaient nullement une baisse de notre crédit au-delà du Détroit. Il s'agissait d'un échange de services : l'or était indispensable à l'Angleterre pour le maintien de son change avec les Etats-Unis; la France avait besoin de crédits. « C'est, disait-il, une de ces opérations qui se défendent elles-mêmes et où la dignité des deux peuples est pleinement sauvegardée, puisqu'ils s'apportent un don réciproque. »

A partir de 1916, la Banque de France ne consentit plus à aliéner son or. Sous la préoccupation de s'assurer pour le lendemain de la guerre un stock monétaire capable d'appuyer la circulation fiduciaire, elle substitua le prêt à la vente définitive de l'or envoyé.¹

D'avril 1916 à avril 1917, £ 77.000.000 furent ainsi envoyés en Angleterre, qui, par contre, nous accorda, comme précédemment, des crédits pour un montant triple. Fin 1917, l'envoi en Angleterre de 2 milliards 840 millions de francs or, tant à titre de prêt qu'à titre de vente, avait procuré à la France, près de 9 milliards de francs de crédit.

Les envois d'or cessèrent avec l'entrée en guerre des Etats-Unis. Fin 1918, la Banque de France avait exporté 3.022 millions d'or se répartissant de la manière suivante :

1. Rapport de la Banque de France sur l'exercice 1917.

A titre de prêt à l'Angleterre...	Ers.	1,955 millions.
A titre de vente à l'Angleterre...	»	900
A titre de vente à divers autres		
Etats...	»	167

La « campagne de l'or » a procuré à la Banque 2.227 millions. En y ajoutant le résultat de quelques achats à l'étranger, le chiffre des entrées atteint 2.505 millions dans la période août 1914-décembre 1919.

Les prêts d'or doivent être remboursés par l'Angleterre au fur et à mesure de la liquidation des crédits correspondants. Dans son rapport sur l'exercice 1919, la Banque signale qu'un premier remboursement de 59 millions de francs-or eut lieu en février 1919, à la suite du remboursement par l'Etat français de £ 7 millions.

Accord anglo-russe. — Dès le début des hostilités, le rouble se dépréciait grandement à Londres. Cette baisse était très préjudiciable à la Russie contrainte à de gros achats en Angleterre. Le gouvernement britannique autorisa le gouvernement russe à faire escompter £ 12.000.000 de bons du Trésor russe à la Banque d'Angleterre. Or, l'Act de 1844 n'étant pas suspendu, le montant de l'émission en Angleterre se trouvait strictement limité au montant du stock-or, que possède la Banque, augmenté de £ 18.450.000 représentant la dette fixe de l'Etat et les Rentes im-

mobilisées, et le département des opérations de banque ne pouvait obtenir de nouveaux billets que contre remise au département de l'émission d'une quantité d'or équivalente. Avec un système aussi rigide, la Banque doit constamment veiller à ne pas affaiblir sa réserve disponible de billets. En conséquence il fut convenu que la Russie verserait £ 8.000.000 d'or qui permettraient d'accroître la réserve de billets des $\frac{2}{3}$ du crédit consenti¹.

Politique des Alliés vis-à-vis des Etats-Unis. — Pour les raisons que nous avons précédemment indiquées l'Angleterre fut chargée par ses Alliés de régler les envois d'or aux Etats-Unis.

Après avoir elle-même pratiqué la politique de la dispersion des envois sur différents marchés neutres, elle reconnut nécessaire de porter le maximum de son effort sur le marché américain.

« La *neutralité* du gouvernement ne permettait pas de pratiquer vis-à-vis des Etats-Unis, la politique des arrangements officiels, sur laquelle était fondée la coopération franco-anglaise. Il fallait donc agir directement sur le marché monétaire, y créer un *état d'abondance, presque de saturation*, qui rendit de larges ouvertures de crédits aussi nécessaires à l'Amérique qu'aux

1. Cf. Décamps, *op. cit.*, p. 19. La réserve disponible de billets qui dans les mois qui précédèrent la guerre variait autour de 30 millions, était tombée à moins de 10 millions en août 1914.

nations de l'Entente appelées à en bénéficier^{1.}» Grâce à des envois abondants, le pouvoir d'émission des Fédéral réserve banks se trouva accru, d'où une diminution du taux de l'intérêt aux Etats-Unis. « En automne 1916, l'argent à vue avait peine à se maintenir à 2 1/4 % et un fort mouvement poussait les milieux financiers à chercher dans les prêts à l'étranger, un exutoire à la surabondance des capitaux disponibles^{2.} Les envois ont porté sur 452 millions de dollars 1915

—	—	686	—	—	1916
—	—	300	—	—	1917

« Les envois de l'Angleterre et de ses colonies représentent un peu plus de 80 % des importations (d'or aux Etats-Unis) de 1915; 95 % de celles de 1916 et presque toutes les entrées du premier trimestre de 1917. ³»

Ces envois ont permis, avec le concours des ventes et des mises en gage de valeurs mobilières, l'ouverture de crédits énormes et notamment la conclusion du grand emprunt franco-anglais de 500 millions de dollars^{4.}

1. Décamps, p. 30.

2. *Ibid.*, p. 34.

3. Décamps, p. 31.

4. Pour arriver à la conclusion de l'emprunt de 500 millions de dollars, l'Angleterre et la France exercèrent une véritable pression sur le marché américain par la menace d'un envoi de 2 milliards de francs-or (Cf. ouvrage M. Décamps, p. 34). Les Etats-Unis, qui, selon M. Manchez « avaient tout à redouter d'un déluge d'or européen » acceptèrent l'emprunt.

Politique de l'Allemagne.— L'Allemagne a également exporté de l'or ; mais elle semble avoir été plus préoccupée d'en conserver un fort stock, comme garantie de sa circulation fiduciaire. Certains estiment à 800 millions de marks la somme qu'elle aurait exportée. Les envois furent faits à destination de la Scandinavie qui les employa à des versements à l'Angleterre¹.

B. — LA MOBILISATION DES PORTEFEUILLES PRIVÉS.

Les belligérants devaient naturellement songer à l'utilisation de leurs valeurs mobilières pour parer à la dépréciation de leur devise. L'intérêt même poussait les porteurs à négocier ces valeurs pour bénéficier de la prime du change. Toutefois, il importait de décider les hésitants. Puis, les Etats s'avisèrent d'employer ces valeurs comme gages d'ouvertures de crédits.

France. — En ce qui concerne l'exportation des valeurs internationales appartenant à des Français, notons les efforts de la Banque de France pour obtenir qu'elles pussent être négociées au Stock-Exchange. L'Angleterre, qui craignait de voir affluer en masse sur son marché celles détenues par les puissances enne-

1. Cf. *Rapport de M. Marin*, p. 396.

mies, avait interdit leur négociation; elle ne rétablit la liberté des transactions sur ces valeurs que le 18 août 1919. Un accord, conclu en février 1916 avec le Gouvernement Britannique par la Banque de France, en autorisa les ventes au Stock-Exchange, pour compte français, par l'intermédiaire de notre Etablissement d'émission. Ces ventes ont porté sur une somme de 300.000.000 de francs.

Toutefois les ventes de titres ne jouaient que le rôle d'exportations contribuant au redressement de la balance des comptes. Le gouvernement français, suivant l'exemple du gouvernement anglais, décida de procéder à des opérations de grande envergure et d'affecter les valeurs mobilières « à la garantie des opérations de change qui lui seraient consenties ou des crédits qui lui seraient ouverts. ¹ »

Sur le marché américain, ces valeurs allaient faciliter les Federal reserve banks qui ne peuvent sans garanties s'engager au-delà d'une certaine proportion de leur capital et de leur réserve.

Le Trésor français s'est procuré des titres soit en les achetant, soit en demandant aux capitalistes de les lui prêter.

Les achats commencèrent dans le second semestre de 1915 et portèrent sur les obligations des grandes compagnies de chemins de fer américains : 3,3/4 p. 100

1. Avis du ministre des Finances, *Journ. offic.*, 5 mai 1916.

Pensylvania, 4 p. 100 Chicago-Miwaukee, 4 p. 100 Central Pacific, 4 p. 100 New-York-Newhaven. Il s'agissait là d'emprunts en francs, n'ayant pas bénéficié de la prime du change, mais, au contraire, atteints par la dépréciation commune à toutes les valeurs à revenu fixe. L'Etat offrait de les acheter au cours d'émission. « C'était un grand avantage pour les porteurs français puisqu'ainsi ils ne subissaient du chef de la guerre aucune dépréciation sur ces valeurs et qu'ils rentraient dans leurs fonds à un moment où ils pouvaient faire un emploi dans des conditions d'intérêt beaucoup plus favorables¹. »

Le Trésor aurait racheté 325.000 obligations Pensylvania sur 500.000 émises en France, 311.000 obligations Chicago-Miwaukee sur 500.000.

Au mois de mai 1916, le Ministre des Finances, invita les porteurs de titres des principaux pays neutres (Danemark, Suède, Norvège, Hollande, Suisse, Espagne, République Argentine, Brésil, Uruguay, Egypte, Etats-Unis, et même du Canada, qui n'était pas neutre) à les prêter au Trésor.

« Ces valeurs, disait le Ministre, ne seront pas immobilisées, car les prêteurs pourront, grâce à la création d'un certificat négociable en Bourse, les vendre à tel ou tel acheteur, sous réserve, bien entendu, des droits conférés à l'Etat par l'acte de prêt. »

1. *Economiste français*, 3 juin 1916, p. 763.

L'avantage offert consistait dans une majoration du revenu. Outre le produit des coupons, calculé au cours du change, le prêteur avait droit à une bonification de 25 % du montant du revenu brut annuel sans bénéfice de change.

L'Etat s'était réservé la faculté de rachat. Il n'aurait pu donner en gage des titres dont il n'aurait pas été sûr de devenir à son gré le propriétaire, au cas où il devrait ou préférerait abandonner le gage à ses créanciers. Le prix du rachat était déterminé par le contrat de prêt, d'après le cours le plus élevé récemment coté, avec engagement de l'élever s'il s'était produit entre temps une hausse des cours¹. Le prêt était fait pour une année avec faculté de prolongation pendant trois ans.

Un arrêté ministériel du 14 septembre 1918 a mis fin à ces opérations de prêts de titres neutres à l'Etat. D'autres arrêtés, les 15 mars et 2 mai 1919, ont déterminé les valeurs pour lesquelles le Trésor usait de la faculté de rachat. Le montant des titres rachetés s'élève à 168.379.000 francs².

Angleterre. — L'Angleterre a fait dans une très large mesure appel au portefeuille des particuliers. Elle détenait d'ailleurs la plus grosse part des valeurs

1. Cf. *Economiste français*, numéro cité et article de MM. Bellom, *Revue politique et parlementaire*, 19 décembre 1916.

2. Rapport de la Banque de France sur l'exercice 1919.

américaines à l'étranger et l'on estime que, sur £ 900 millions, plus de 600 millions étaient en sa possession.

Le Trésor britannique procéda par voie d'achat ou par voie d'emprunt des titres.

Les achats commencèrent en 1915 et portèrent sur les valeurs américaines et les bons du Trésor américain que l'Angleterre revendait aux Etats-Unis. Ces transactions atteignirent, pour la seule année 1915, £200 millions. Elles devinrent rapidement onéreuses pour le Trésor britannique, les cours s'élevant en Angleterre avec l'accroissement de la demande. D'ailleurs, le gouvernement semble avoir surestimé les facultés d'absorption du marché américain et une partie de ces titres resta simplement aux mains de ses agents à New-York, prêts à les employer au mieux des circonstances.

Le gouvernement anglais emprunta, à partir de mars 1916, les titres, en offrant aux porteurs une bonification d'intérêt de $1/2$ % de la valeur nominale, portée par la suite à 1 %, et en se réservant la faculté de rachat; dans ce cas, le propriétaire devait toucher un supplément de $2\ 1/2$ % du prix de vente. Comme le stock des valeurs américaines diminuait, on mobilisa les titres japonais, ceux des colonies britanniques et même les obligations de chemins de fer anglais.

La particularité la plus intéressante du système anglais consistait à frapper les détenteurs de titres américains d'un impôt supplémentaire de 10 % sur le

revenu de ces valeurs, pour les contraindre à vendre ou à prêter ces titres au Trésor. A la date du 31 décembre 1916, le montant des titres achetés s'élevait à £ 118.269.000 et celui des titres prêtés à £ 347.524.000.

C. LES CREDITS.

Nous venons de voir comment quelques-uns des belligérants préparèrent chez leurs alliés ou chez les neutres le terrain à de vastes opérations de crédit. Voyons, pour quelques Etats, le montant des crédits qui leur furent consentis.

France.— Dans un discours à la Chambre des Députés, le 29 décembre 1919, M. Klotz, Ministre des Finances, évaluait à 31.460 millions de francs le montant des opérations de crédit effectuées à l'étranger pour notre compte, depuis le début de la guerre, ayant permis de couvrir 17,1 % du total de nos dépenses pendant la même période.

L'Angleterre nous a procuré son concours par l'escompte de bons du Trésor français, remis à la Banque d'Angleterre, à la Trésorerie britannique ou placés dans le public anglais. Nous avons acquitté de la sorte l'excédent de nos achats sur nos ventes en Angleterre. Comme nous l'avons exposé, ces crédits nous ont été principalement accordés en contre-partie

de nos versements d'or. Le montant des bons escomptés atteint environ 12 milliards de francs qui se répartissaient au 31 mars 1919 :

en 1.000 frs.

en bons du Trésor escomptés par la Trésorerie britannique pour.....	10.348.018
en bons du Trésor escomptés par la Banque d'Angleterre.....	1.639.300
en bons du Trésor émis dans le public anglais	252.200

Les opérations officielles entre Trésoreries ne prirent toute leur extension qu'à partir de 1916; mais l'entente financière fut rompue en mars 1919. Dès lors, les importateurs français, privés des moyens de remise que le Trésor mettait à leur disposition par l'intermédiaire de la Banque de France, durent s'adresser aux Etablissements privés.

En dehors des opérations officielles, signalons qu'en 1915 la Banque de France donna sa garantie de change pour une avance consentie à une banque parisienne et cautionna un crédit d'acceptation de 5 millions de livres ouvert pour un an par un groupe de banquiers de Londres à des établissements français¹.

1. Cf. Rapport de la Banque de France sur l'exercice 1915.

« Lorsque la Banque de France donnait sa garantie de change, elle s'engageait à couvrir la Banque française, qui lui cédait le crédit dont elle bénéficiait, contre toutes variations du change jusqu'au

Jusqu'à son entrée en guerre, le gouvernement américain ne pouvait consentir d'avances aux alliés. La France se procura du change sur les Etats-Unis par voie d'emprunts.

Le plus important fut l'emprunt conjoint 5 % de 500 millions de dollars, dont moitié pour la France et moitié pour la Grande-Bretagne. Le contrat définitif en fut signé à New-York le 15 octobre 1915. « C'est une date dans l'histoire financière du monde, dit M. Alfassa. Pour la première fois depuis l'origine des grandes transactions internationales, les Etats-Unis, débiteurs permanents de l'Europe et spécialement de la France et du Royaume-Uni, mettent à leur disposition des capitaux considérables »¹. La possibilité de cette opération résulta des abondants envois d'or de l'Angleterre qui créèrent sur le marché de New-York une « atmosphère propice à l'emprunt »².

Cet emprunt étant à l'échéance du 15 octobre 1920, le gouvernement français a pris les mesures suivantes

remboursement du crédit. La Banque de France ne fournissait donc aucune caution à la Banque anglaise ou américaine qui avait pour seul débiteur, à son égard, la banque à laquelle le crédit avait été consenti.

» Dans les crédits d'acceptation, le rôle de la Banque de France était plus actif, elle ne consentait pas seulement à donner sa garantie de change, mais encore elle fournissait sa caution et s'engageait vis à vis de la Banque étrangère à faire les fonds à l'échéance, si la Banque française n'y pourvoyait. » L. Hillel, *op. cit.*, note p. 98.

1. *Nouvelle revue*, 15 novembre 1915.

2. J. Décamps, *op. cit.*, p. 33. Cf. ci-dessus, p. 110.

pour le remboursement des 250 millions de dollars qui lui incombent.

Par ses envois d'or, ses rachats d'obligations 1915 et ses remises de change, il est en mesure d'amortir un peu plus de 150 millions.

Les difficultés budgétaires et le cours élevé du dollar (environ 15 francs) l'ont amené à contracter un nouvel emprunt de 100 millions de dollars pour éteindre le surplus de sa dette.

Cette opération eut lieu le 9 septembre 1920. Un syndicat de banquiers américains, où figuraient la maison J.P. Morgan & C^{ie} et la National City Bank, garantissait la souscription. L'emprunt fut couvert en quelques heures. Il est du type 8 % remboursable en 25 ans; les obligations sont de 500 et 1000 dollars. Il est prévu un fonds d'amortissement qu'alimenteront des versements annuels de 4.400.000 dollars. Pendant les cinq premières années, l'amortissement aura lieu par voie de rachats sur le marché à un cours inférieur à 110 %; si, à la fin de la 5^e année, ces rachats n'atteignaient pas 20 millions de dollars nominal, il serait précédé à l'amortissement par tirages à 110 %, jusqu'à concurrence de la dite somme. A partir de la sixième année, l'amortissement s'effectuera uniquement par tirages à 110 %. Tout compte fait, le taux réel ressortirait à 9,42 %, taux qui n'implique nullement une baisse de notre crédit, mais qui est normal en Amérique, où le taux du loyer de l'argent se trouve actuellement très élevé.

Quant à l'Angleterre il est à peu près certain que ses envois d'or et ses approvisionnements de change lui permettront de rembourser la totalité de sa dette ¹.

Deux emprunts furent placés en Amérique postérieurement à l'emprunt anglo-français : l'un de Frs : 275.000.000 par la ville de Paris pour le compte de la France, l'autre de 201.000.000 francs par les villes de Lyon, Bordeaux et Marseille.

D'importantes avances furent consenties à des banques ou à des industriels français par des banques américaines. En 1915, la Banque de France fournissait sa garantie de change à l'une de ces opérations d'un montant de 2 millions de dollars et, la même année, elle cautionnait, un crédit de 20 millions de dollars consenti par un groupe comprenant 19 des principales banques et Trust compagnies de New-York à un groupe de banques françaises. L'opération fut réalisée par des tirages à 90 jours de vue et la Banque de France promettait d'assurer la couverture en or, à l'échéance, si les autres moyens de change faisaient défaut. Le Conseil de réserve fédéral autorisa, sous certaines conditions, le réescompte des renouvellements. Par la suite ce premier crédit d'acceptation fut renouvelé et étendu; « plusieurs autres opérations très souvent similaires dans la forme, ont été négociées (par le délégué de la Banque de France à New-York)

1. Cf. *Le Pour et le Contre*, 12 septembre 1920.

pour le compte de sociétés et d'entreprises françaises¹. Au total les crédits consentis par les banques américaines s'élevaient à 518.000.000 de francs, fin 1919.

Quand les Etats-Unis eurent pris place à nos côtés dans la lutte, la Trésorerie américaine consentit de larges avances au Trésor français. Ces avances, qui ont pris fin dans le courant de l'année 1919, atteignaient 2.436.000 dollars le 31 décembre 1918, et 3.048.000, le 31 décembre 1919.

Au Japon, nous avons contracté deux emprunts de 50 millions de yens chaque, et fait escompter des bons du Trésor pour un capital nominal de 28.200.000 yens ou 72.802.000 francs.

La plupart des puissances neutres nous ont consenti des avances (crédits privés) :

Espagne	532.500.000 fr.
Hollande	62.000.000 —
Suède	64.287.000 —
Argentine.....	231.540.000 —
Suisse	174.000.000 —
Norvège	69.500.000 — ²

A tous les chiffres précédents il faut enfin ajouter

1. Rapport de la Banque de France sur l'exercice 1916.

2. Les chiffres que nous donnons sont empruntés au rapport de M. Marin, à l'ouvrage de MM. R. Besnard et C. Aymard, *Où va-t-on ?* p.55 et suiv. et à une étude de M. Décamps, parue dans *France-Etats-Unis*, mai 1920.

quelque 3 milliards de francs de change que nous a procurés le placement à l'étranger d'une partie de nos emprunts de guerre.

Angleterre. — Nous ne connaissons pas le total des crédits que l'Angleterre put obtenir des diverses puissances neutres. Mentionnons les divers emprunts qu'elle contracta aux Etats-Unis jusqu'au mois d'avril 1917.

Anglo-français 5 %, à l'échéance du 15 octobre 1920 (pour moitié)...	250.000.000
Collatéral 5 % à 2 ans du Royaume- Uni, à l'échéance du 1 ^{er} septem- bre 1918.....	250.000.000
Emprunt 5 1/2 % à 3 et 5 ans du Royaume Uni, à l'échéance du 1 ^{er} novembre 1918 et 1921.....	300.000.000
Crédits de banque 5 %, à l'échéance du 20 juin 1917.....	50.000.000
Emprunt 6 % de la Compagnie mé- tropolitaine des eaux, en notes es- comptables, échéance du 18 sep- tembre 1917.....	6.400.000
Crédit pour l'achat de blé, rembour- sable en 1917.....	25.000.000
Emprunt collatéral 5 1/2 % du Royaume Uni à 1 et 2 ans à l'éché- ance du 1 ^{er} février 1918-1919.....	250.000.000
	1.131.400.000

A partir du mois d'août 1917, la maison Morgan et C^{ie} plaça sur le marché de New-York, à raison de 15 millions de dollars par semaine, des bons du Trésor britannique à 90 jours. Ces ventes devaient se poursuivre jusqu'à concurrence de 150 millions de dollars.

Le 24 avril 1917 la Trésorerie américaine ouvrait à la Grande-Bretagne un premier crédit de 100 millions de dollars. De telles opérations se succédèrent alors à des dates rapprochées et, fin décembre 1919, leur montant s'élevait à 4.277 millions de dollars.

Italie. — L'Italie réussit à placer à l'étranger des emprunts dont le total représente près de 13 milliards de livres. Toutefois elle ne connut qu'assez tard les facilités que procuraient les avances des Trésoreries alliées. A cet égard, des tentatives d'accord eurent lieu, sans succès, en 1916 et 1917. Mais la conférence inter-alliée de juillet 1918 amena d'heureux résultats; les Etats-Unis, l'Angleterre et la France s'engageaient à venir en aide à l'Italie et, au mois d'août 1918, la lire, alors très dépréciée, regagnait en moins de quatre semaines 50 p. 100 de sa perte. L'Angleterre donnait son concours par l'escompte de bons du Trésor italien à 12 mois. Quant aux avances de la Trésorerie des Etats-Unis elles s'élevaient à 1.621.000 de dollars le 31 déc. 1919.

Russie. — Le gouvernement russe s'est également fait ouvrir des crédits importants à l'extérieur : « Dès le mois de décembre 1914, il envoyait 200 millions de métal jaune en Angleterre; en 1916, il concluait, avec les ministres des Finances anglais et français un accord aux termes duquel il lui était ouvert un crédit de 5 milliards $\frac{1}{2}$ de roubles à 5 $\frac{1}{2}$ p. 100.... et, vers la même époque, il faisait, aux Etats-Unis, une opération analogue portant sur une valeur de 200 millions de roubles¹. »

Allemagne. — L'Allemagne était assurément bien mal placée pour faire appel au crédit extérieur, les plus riches nations étant dans le camp adverse. Elle put néanmoins écouler pour 10 millions de dollars de bons du Trésor aux Etats-Unis et placer chez différents neutres une partie de ses emprunts de guerre.

Il aurait fallu un double intérêt.

Nous avons ainsi parcouru les différents procédés auxquels eurent recours les belligérants, soit pour utiliser judicieusement les moyens de paiement à l'étranger, soit pour se les procurer en quantité voulue. Ils devaient arriver de la sorte à maintenir le pouvoir d'achat de leur monnaie et à stabiliser le cours de leur valuta par l'abondance de devises étrangères qu'ils mettaient sur le marché. Il nous reste à examiner les résultats obtenus.

1. *Rapport de M. Marin*, p. 439.

CHAPITRE III

Revue des Principaux Marchés Période août 1914 - commencement 1919

LE MARCHÉ DE PARIS.

Au moment où elle fut entraînée dans le conflit, la France était créancière partout, débitrice nulle part ; le franc faisait prime sur toutes les autres devises. Voici les cours moyens pratiqués fin juillet 1914.

Londres	25,15
Belgique	99 1/2
Danemark	138 1/4
Espagne	480
Hollande	207
New-York	512
Suède et Norvège	138 1/4
Suisse	99 7/8

La fermeture de la Bourse entraîna la désorganisation complète du marché des changes. Toute cotation officielle disparut jusqu'en octobre 1914. Les Banques françaises firent alors preuve d'une imprévoyance qui ne saurait s'expliquer que par le désarroi où les plongea le moratorium des créances. Au lieu de conserver les avoirs qu'elles possédaient à l'étranger, elles en précipitèrent la rentrée. « Dans une hâte assez compréhensible de tout réaliser au dehors et dans les limites possibles pour faire face au-dedans aux exigences de la clientèle créancière, et malgré l'aide du moratorium des comptes courants créditeurs compensé par ce ui des débiteurs, les sociétés de crédit ont en quelque sorte gâché les changes¹. » Elles négligèrent de mettre en portefeuille les meilleurs effets sur l'étranger. Pendant plusieurs mois, les détenteurs de chèques sur les maisons de Londres ou d'Amérique les plus solides ne purent les négocier qu'avec les plus grandes difficultés et encore avec une perte atteignant jusqu'à 2 1/2 et 3 p. 100. Plusieurs semaines durant, les chèques sur New-York demeurèrent absolument innégociables et l'on vit un grand nombre de richissimes américains, à cette époque en villégiature, plongés tout à coup dans la plus complète détresse et obligés de demander aide au gouvernement américain pour leur rapatriement. Les souverains

1. G. Manchez, *Sociétés de dépôts, banques d'affaires*, p. 225.

d'or eux-mêmes « la première monnaie métallique du monde, beaucoup plus connue sur les 9/10 de la planète que nos louis¹ » furent refusés un certain temps par les banques; seule la maison Cook les acceptait pour 24 fr. 50 soit avec une perte de 3 p. 100 sur leur valeur intrinsèque.

Cependant on s'étonnait de voir ainsi dépréciés des chèques qui représentaient de l'or, et ce, à un moment où l'on entrevoyait déjà la nécessité de gros paiements à l'Angleterre et à l'Amérique. On réclamait la reprise des transactions de change sur des bases normales, sans laquelle le commerce extérieur et l'activité économique du pays ne pouvaient renaître.

Ces transactions furent rétablies en octobre 1914. « Dès le mois d'octobre 1914, nous dit le Conseil général de la Banque dans son rapport sur l'exercice 1914, nous nous sommes attachés à rétablir et à étendre nos relations avec nos correspondants à l'étranger, de manière à offrir au commerce international des moyens de recouvrement et de règlement aussi complets que possible. Nous prescrivions à nos directeurs d'accueillir à l'encaissement et à l'escompte les effets tirés sur la plupart des pays alliés ou neutre. Nous les informions en même temps que nous leur fournirions sur demande, et aux cours les plus favorables, toutes remises sur l'Angleterre et les Etats-Unis. Dans les premières

1. *Economiste français*, 12 septembre 1914.

semaines de la guerre; alors que par suite du désarroi du marché les exportateurs ne pouvaient réaliser leur change qu'avec une forte perte, nous sommes intervenus comme acheteurs, afin de permettre le rétablissement de cours plus réguliers. »

Jusqu'à fin janvier 1915 le franc maintint sa prime sur toutes les devises, sauf sur le florin. La prime était d'ailleurs faible et toutes les devises se tenaient assez près du pair.

A partir de février 1915, nous assistons au renversement de la situation, par suite du déséquilibre de notre balance commerciale, facteur qui, dès lors, dominera les mouvements du change. Les devises neutres s'élèvent au-dessus du pair. C'est d'abord le change sur l'Espagne, puis celui sur New-York et celui sur Londres, enfin, dans la première quinzaine de mai, le change sur la Suisse et sur la Scandinavie. Seule la lire demeurerait au-dessous du pair.

Si l'on consulte un graphique figurant les variations de la prime des devises étrangères sur le franc¹ nous voyons, à partir de ce moment, les courbes relatives à chaque devise s'élever très rapidement. En septembre 1915, la prime de la £ est de 10 p. 100, celle du dollar de 14 p. 100, mais ces deux primes ont dès lors une tendance à se stabiliser, tandis que s'accroît

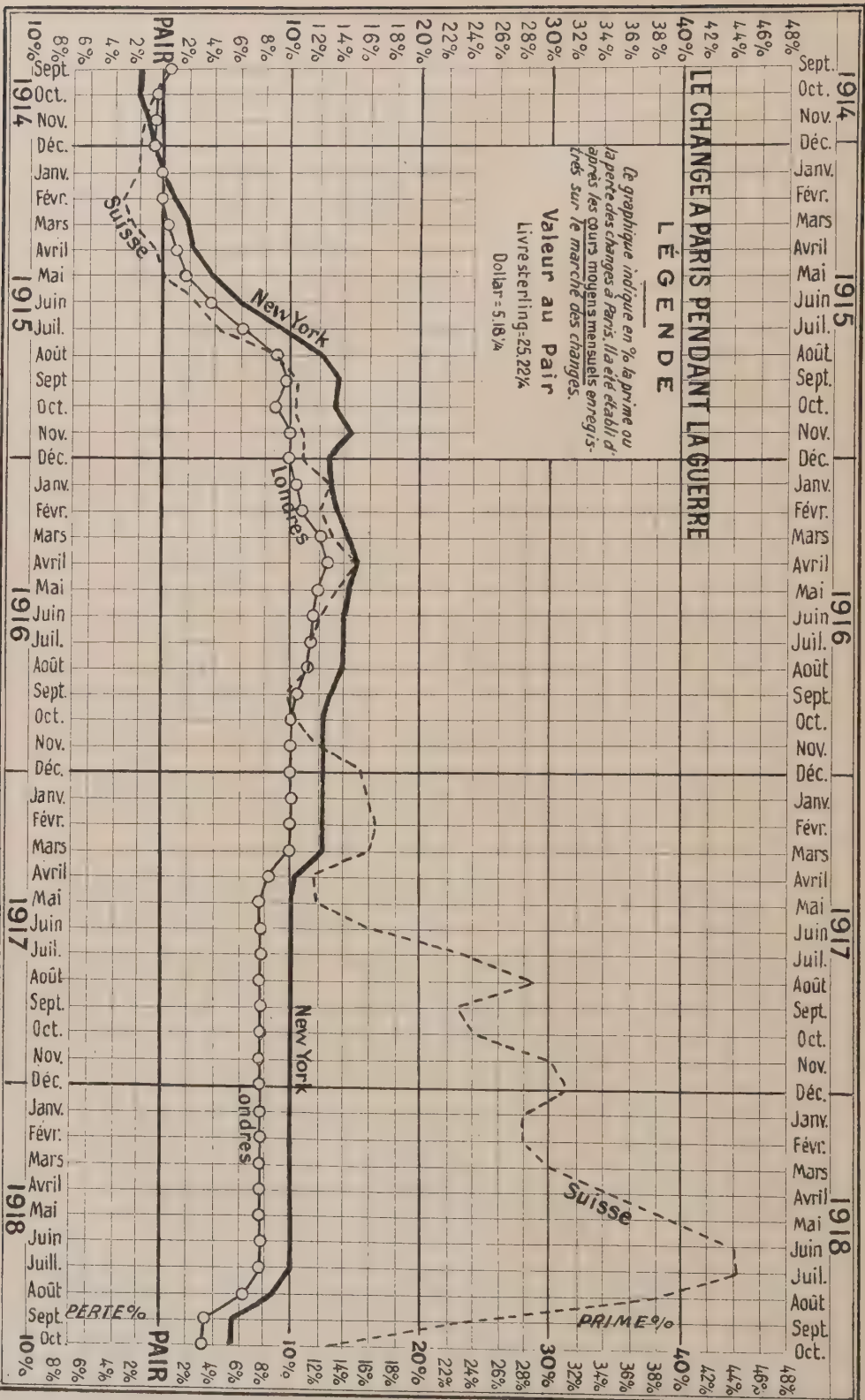
1. Voir le graphique publié par la *Situation Économique et Financière*, 31 janvier 1920.

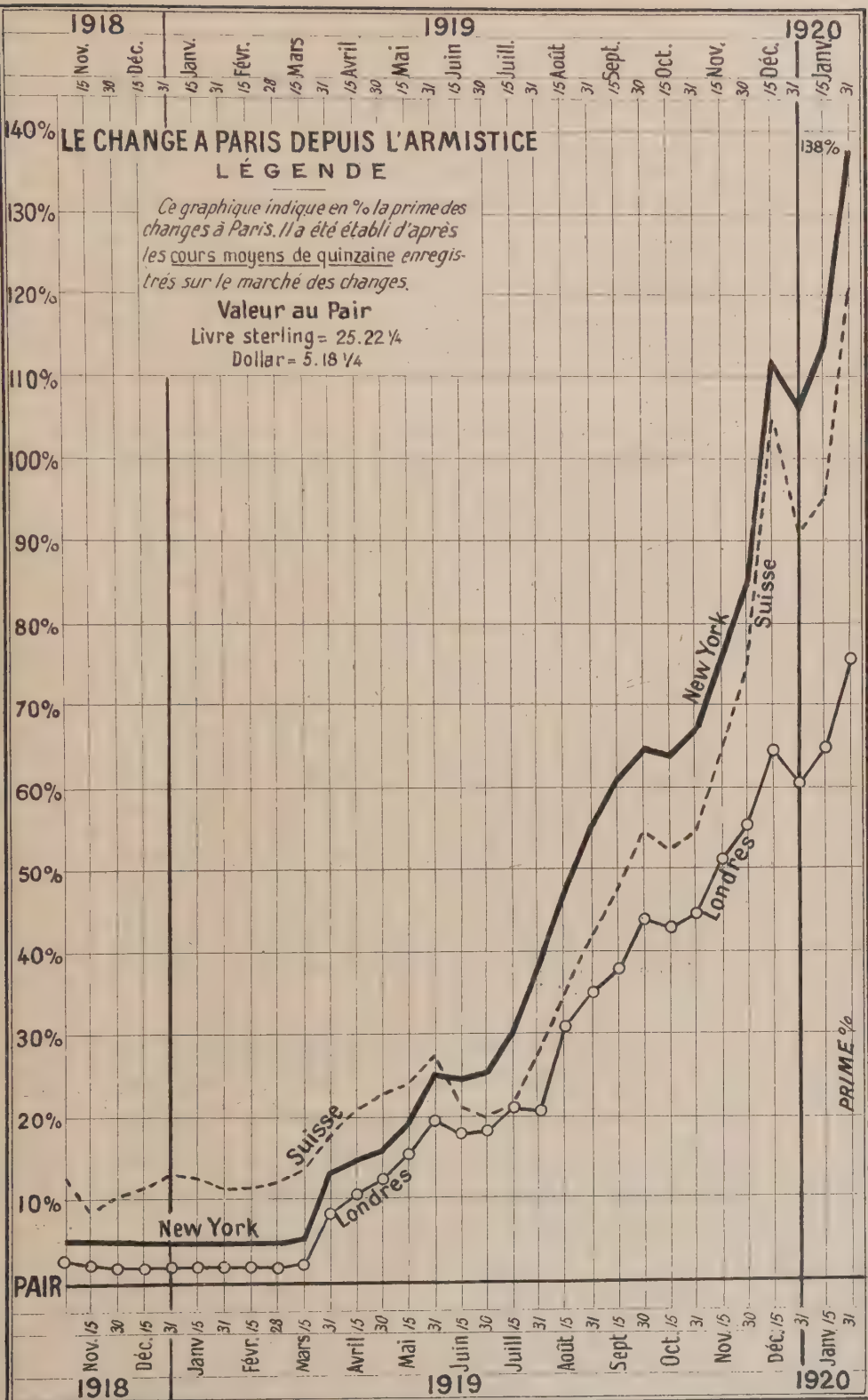
le mouvement des autres devises. Nous percevons alors les premiers effets des ouvertures de crédits que nous consentirent l'Angleterre et l'Amérique et de l'emprunt anglo-français aux Etats-Unis. Toutefois, notre balance commerciale demeurerait trop lourdement débitrice pour que la stabilisation fût complète. La prime du dollar allait atteindre 15 p. 100 au milieu d'avril 1916, celle de la livre 13 p. 100.

Période de la stabilisation : avril 1916, mars 1919.

C'est en avril 1916 que furent conclus les grands accords financiers anglo-français, qui nous assuraient de larges moyens de remise en Angleterre, en contrepartie de nos prêts de métal jaune. De son côté, la Grande-Bretagne stabilisait le change-sterling à New-York et partant notre franc. Les variations de la prime du dollar et de la livre sur le franc sont alors représentées par des lignes parallèles. Puis, comme conséquence de la stabilisation de notre change avec l'Angleterre, ces lignes deviennent des droites horizontales et jusqu'en mars 1919, date à laquelle cessèrent les accords internationaux; la figuration des variations de la prime du dollar et de la livre sterling se compose de larges paliers horizontaux.

De 15 % et 13 %, les primes de ces monnaies tombent progressivement à 12 % et 10 %, taux auquel elles se maintiennent de septembre 1916 à avril 1917. A cette date, l'entrée en guerre des Etats-Unis en





abaisse les taux respectivement à 10 % et 8 %, taux que les opérations de Trésorerie à Trésorerie maintiennent jusqu'en août 1918. A ce moment, les succès militaires entraînent une nouvelle détente et, de septembre 1918 à mars 1919, la prime du dollar n'est que de 5 à 6 %, celle de la livre sterling d'environ 3 %.

Pendant cette même période, avril 1916-mars 1919, les devises neutres connurent de très grandes variations de cours à Paris. Mais il est certain que ces variations eussent été plus fortes sans la stabilisation de la livre et du dollar. Les variations les plus considérables furent celles de la couronne suédoise, dont la prime était de 23 % au commencement de mai 1917, atteignait 74 % en octobre de la même année pour retomber à 32 % en mars de l'année suivante, et celles de la peseta, 29 % en septembre 1917, 65 % en juin 1918 9 % en décembre 1918. D'ailleurs à partir d'août 1918, la chute de toutes les devises neutres fut excessivement rapide; la prime du florin tombe en trois mois de 42 % à moins de 10 %, celle du franc suisse de 44 % à 9 %, celle de la couronne suédoise de 48 % à 12 %.

En mars 1919, l'Angleterre nous fit savoir qu'elle ne renouvellerait pas les crédits qu'elle nous avait jusqu'alors consentis pour nos achats de matières premières. Le marché des changes de Paris abandonné à lui-même entra dans une nouvelle phase dont l'examen fera l'objet de notre dernier chapitre.

LE MARCHÉ DE LONDRES.

La déclaration de guerre provoqua une véritable panique sur le marché de Londres, centre des transactions mondiales.

« L'affolement était partout. Les maisons d'acceptation les plus solides virent se dresser devant elles le spectre menaçant de la faillite, parce que leurs débiteurs n'étaient pas en mesure de leur faire parvenir les remises nécessaires à la couverture des crédits échus ou dénoncés¹. » Les banques refusaient de réescompter les effets des bill-brokers. La réglementation trop rigide de l'émission des billets paralysait le crédit et la Banque d'Angleterre, en face de besoins exceptionnels devait défendre sa réserve de billets et élevait le taux de l'escompte jusqu'à 10 %. Ce furent les « jours noirs ». M. Lloyd George sauva la situation par des décisions énergiques, en faisant escompter par la Banque d'Angleterre, sous la garantie du gouvernement, les traites que détenaient les bill-brokers².

Quelle avait été la répercussion de cette crise sur le marché des changes ?

1. J. Décamps, *op. cit.*, p. 12.

2. Cf. *Rapport de M. Marin*, p. 103 et suiv.

Les Etats-Unis se trouvaient alors lourdement débiteurs de l'Angleterre, comme chaque année à pareille époque; mais, en temps normal, les crédits qui leur étaient consentis leur permettaient d'attendre que l'exportation du coton et des produits alimentaires vinssent compenser leurs dettes. Or brusquement les crédits se fermaient et le change montait à dollars 4,95 pour 1 £ (contre 4.866 au pair) le 31 juillet, atteignait dollars 5 fin août et dépassait 5,04 au début de septembre.

Le remède ne pouvait venir que du rétablissement du crédit, favorisé par l'accroissement de la réserve disponible de la Banque d'Angleterre. A cet effet, l'Amérique envoya, en plusieurs fois, de l'or à Ottawa¹, au Ministère des Finances canadien, pour le compte de la Banque d'Angleterre. Ce gold pool atteignit 100 millions de dollars dans le courant du mois d'octobre. Grâce, d'autre part, au drainage de l'or en Angleterre, à une remise par la Russie de £ 8 millions d'or, que nous avons précédemment mentionnée, la Banque put accroître sa circulation de £ 45 millions. La crise, aussi grave pour les Etats-Unis que pour l'Angleterre, fut conjurée : en octobre, la £ oscillait entre 4,90 1/2 et 4,97 1/2 et descendait en novembre à 4,88.

La prime du dollar apparut fin décembre 1914, alors

1. Cf. pour les détails de cette opération, l'étude de M. Décamps, p. 13 à 16. Nous lui empruntons les chiffres que nous donnons.

que la livre tombait à 4,85 1/2. En février 1915, la prime s'accroît et en mars elle oscille entre 1,15 et 1,60 %; la situation s'aggrave progressivement, la prime est de 2 % en juillet, de 4,50 % en août, de 7,60 % le 1^{er} septembre; après être tombée à 3,55 %, elle remonte à 5,15 % en octobre.

La stabilisation fut obtenue par les emprunts et les avances dont nous avons donné le détail et, à partir de 1916 jusqu'au mois de mars 1919, la livre fut stabilisée au taux de 4,76 avec seulement de très légères variations.

Nous avons déjà examiné les rapports de la livre sterling et du franc français.

L'Angleterre eut plus de peine à empêcher la dépréciation de son change avec les pays neutres. Les envois d'or et de valeurs mobilières, les négociations de crédits ne purent qu'atténuer les fluctuations excessives.

LE MARCHÉ DE NEW-YORK

La revue des marchés de Paris et de Londres nous a permis de suivre les variations de la prime ou de la perte du franc et de la livre sterling par rapport au dollar.

Le fait intéressant fut, sur le marché de New-York, la dépréciation du dollar par rapport aux devises neutres dès la fin de l'année 1916, bien que les Etats-Unis

eussent toujours possédé une balance du commerce des plus favorables. Mais le dollar a souffert de la stabilisation de la livre-sterling à New-York, alors que cette même stabilisation n'avait pas été réalisée sur les places neutres. Espagnols, Japonais et autres achetaient des livres-sterling à Londres et les négociaient en Amérique, où ils provoquaient ainsi des sorties d'or. Ces arbitrages contrariaient l'intention des alliés de maintenir l'abondance monétaire aux Etats-Unis et gênaient le gouvernement américain lui-même dans l'émission de ses propres emprunts; aussi interdit-il, en septembre 1917, les exportations de métal jaune¹.

MARCHÉ DE BERLIN

Le mark fut dès le mois d'août 1914 en perte par rapport aux principales devises neutres. Toutefois les financiers allemands n'avaient pas été pris au dépourvu car, dès le mois de juillet 1914, ils avaient procédé à de grosses réalisations de valeurs américaines sur le marché de New-York. Mais ces ressources de change étaient insuffisantes et l'Allemagne, placée dans l'impossibilité d'obtenir à l'étranger des avances en proportion de ses besoins, assista à la baisse ininterrompue

1. La liberté fut rendue à ces opérations en juin 1919.

du mark. On ne constate qu'une seule reprise importante, et purement spéculative, quand, à la fin de 1917, les événements de Russie prirent une tournure favorable à l'Allemagne. Le change avec la Suisse, qui, au début de décembre 1917 était à 152,75, tombait à 112,75 au début de janvier; le change avec la Hollande tombait, dans le même temps, de 287,25 à 216; et le suédois, de 247,25 à 163,75. Cette amélioration se maintint jusqu'au mois de mai 1918.

MARCHÉ DE GENÈVE

Sur un graphique figurant les variations de la perte ou de la prime des devises des belligérants à Genève¹ les courbes se répartissent selon deux groupes bien distincts.

Groupe allié. (Etats-Unis, Angleterre, France, Italie).
— Jusqu'en mars 1916, chaque courbe semble monter ou descendre selon sa fantaisie, sans que se révèle de liaison entre sa marche et celle de sa voisine. La dépréciation du franc est notamment beaucoup plus rapide que celle du dollar et de la livre-sterling. Notre monnaie tombe au-dessous du pair en mai 1915, la livre

1. Voir le graphique publié par la *Situation Économique et Financière* du 7 février 1920.

se maintient au-dessus jusqu'en septembre 1915.

Dans la période avril 1916 - mars 1919, le synchronisme des mouvements des trois courbes, livre-sterling, dollar, franc, retient immédiatement l'attention; ces courbes ne sont point parallèles, mais sont telles qu'à chaque sinuosité de l'une corresponde une sinuosité analogue des deux autres. Dès le mois de mars 1919, l'harmonie est rompue et les trois courbes repartent en éventail.

Dans le groupe des Alliés, la lire a une marche indépendante. La baisse en est continue jusqu'en juillet 1918, où la perte atteint 58 p. 100. Puis, après les résultats de la conférence interalliée de juillet 1918, la lire, que favorisait en outre la spéculation, remonte presque verticalement et sa perte n'est plus que de 24 p. 100 en octobre 1918.

Groupe ennemi. (Allemagne, Autriche). — La baisse du mark et de la couronne est continue. Les pertes atteignent, fin 1915, pour le mark 20 p. 100, pour la couronne 35 p. 100; respectivement, 32 p. 100 et 50 p. 100 fin 1916; 50 p. 100 et 62 p. 100 fin novembre 1917. Pour les deux, on constate un mouvement de reprise en décembre 1917 - janvier 1918 et, au début de février le mark ne perd plus que 29 p. 100 et la couronne que 46 p. 100. Mais, à partir de mars 1918, la baisse reprend à peu près ininterrompue. Dans les premiers jours de mars 1919, elle est de 60 p. 100 pour le mark, de plus de 76 p. 100 pour la couronne.

Des polémiques s'engagèrent entre économistes sur le point de savoir dans quelle mesure les événements diplomatiques ou militaires influencèrent la tenue des changes belligérants. Certains avaient tendance à ne voir dans la cote des changes qu'un reflet de l'opinion neutre sur l'issue du conflit, une cote des paris, et la presse française comparant la dépréciation des devises germaniques et des devises alliées sur les marchés neutres en tirait un argument pour maintenir le moral du pays; d'autres voulaient n'y voir qu'une traduction de la balance commerciale¹.

Quand l'or ne règle plus les variations du cours du change, ceux-ci résultent en grande partie des impressions de la spéculation, dont les achats et les ventes sont subordonnés aux appréciations qu'elle porte tant sur la situation économique que sur la situation politique et militaire.

Il est vrai qu'au cours des hostilités elle accorda une place importante dans ses prévisions au plus ou moins de chances qu'avaient les belligérants de sortir victorieux du conflit. C'est ainsi que, sous l'influence d'achats spéculatifs, les devises alliées se relèvent légèrement (le rouble assez fortement) lors de l'entrée en guerre de la Roumanie; qu'en décembre 1917-janvier 1918, à la suite de la débâcle russe, le mark et

1. Cf. *Economiste français*, 2 septembre 1916. Discussion entre MM. Paul Leroy-Beaulieu et Rambaud.

la couronne se relèvent verticalement; de même les devises alliées, quand s'affirmèrent, en août 1918, nos succès militaires.

Mais on peut faire remarquer que des nouvelles militaires favorables n'ont pas toujours eu le même effet. Nous voyons, à Genève, le mark et la couronne baisser, en 1915, malgré l'invasion de la Serbie et, en 1916, malgré l'invasion de la Roumanie. Sur ce même marché la lire a connu une baisse continue, malgré les succès des Alliés. Il est vraisemblable que des considérations défavorables sur la situation économique des Empires centraux ou de l'Italie l'emportèrent alors dans l'esprit des spéculateurs étrangers.

Il faut remarquer que le mark et la couronne n'ayant été stabilisés sur aucun marché furent plus sujets aux brusques variations d'ordre spéculatif que le franc ou la livre-sterling stabilisés sur le marché de New-York et qui bénéficièrent de la situation économique, exceptionnellement forte, des Etats-Unis. La spéculation étrangère fit également entrer dans ses calculs les possibilités qu'offraient l'immense richesse de l'Empire britannique et aussi, quoiqu'à un degré moindre, celle de la France et de ses colonies, et il est caractéristique de voir la devise italienne s'effondrer jusqu'au jour où les Alliés lui apportèrent l'aide de leur Trésorerie.

Nous avons successivement examiné les mesures prises par les belligérants pour la stabilisation de

leur change et les résultats acquis. De toutes ces mesures, seules les ouvertures de crédits internationaux ont été efficaces. Or les conventions qui réglaient le jeu de ces crédits entre les puissances de l'Entente ont été successivement dénoncées en 1919 et ce sont les conséquences de ces événements que nous allons envisager dans un dernier chapitre.

CHAPITRE IV

La Situation actuelle.

Le 16 mars 1919, le gouvernement anglais refusait de poursuivre les avances de Trésorerie qui nous assuraient, à un change stable, les livres-sterling réclamées par nos achats de matières premières, notamment de charbon, en Grande-Bretagne.

Il dénonçait en même temps les conventions qui garantissaient la stabilité de la livre sterling aux Etats-Unis et il donnait ordre à la maison Morgan et C^{ie} de cesser les achats de livres-sterling qu'elle effectuait sur le marché de New-York pour le compte du gouvernement anglais.

Quelles avaient été les causes de pareilles décisions ?

Les uns croient que l'Angleterre aurait été indisposée par certaines déclarations du gouvernement français à la Chambre, relatives au maintien du régime des prohibitions d'importations. Pour d'autres, « l'explication la plus plausible paraît être celle qui consiste

à penser que l'Angleterre a voulu rendre leur action aux forces économiques mises en jeu par la libre détermination des changes, à un moment où il lui a semblé que le jeu de ces forces pourrait lui être favorable. On paraît avoir espéré que la hausse du dollar par rapport à la livre-sterling produirait son effet traditionnel, c'est-à-dire que les achats de l'Angleterre en Amérique se trouveraient découragés et ralentis, pendant que, au contraire, les ventes anglaises aux États-Unis seraient stimulées par la prime du change... On a escompté que la dépréciation de la livre par rapport au dollar aurait un effet de ralentissement sur les achats en Amérique, non seulement de la part de la Grande-Bretagne, mais encore de la part des autres nations européennes qui ont l'habitude d'acquérir des dollars par l'intermédiaire de Londres. Tant que l'Angleterre avait stabilisé le change de la livre à New-York, les achats de produits américains étaient plus avantageux pour l'Europe et spécialement pour les pays scandinaves. Cette acquisition au contraire devait devenir plus onéreuse avec la hausse du change du dollar, et l'on en concluait que les pays du continent seraient amenés ainsi, dans beaucoup de cas, à donner la préférence aux produits anglais¹. »

A son tour, le gouvernement américain décida de

1. Léon Polier, La crise des changes et le problème de la reconstruction économique, dans le *Correspondant*, 25 juillet 1919.

mettre un terme aux avances de sa trésorerie. La stabilisation du franc et de la lire à New-York, alors que ces devises n'étaient plus stabilisées à Londres, favorisait le change-sterling au détriment du dollar, auquel le gouvernement américain entendait conserver la suprématie acquise pendant la guerre. Le Congrès avait autorisé des avances pour un maximum de 10 milliards de dollars. Quand, à la fin octobre 1919, ce chiffre fut presque atteint, le Président décida de ne pas demander l'ouverture de nouveaux crédits.

Le Conseil de la Banque de France, dans son rapport sur l'exercice 1919, résume ainsi les conséquences pour notre pays de ces événements économiques.

« Les conditions se sont entièrement modifiées dans le courant de l'exercice. La trésorerie anglaise n'a pas continué ses avances; la trésorerie américaine a interrompu les siennes dans le second semestre. Le Trésor français s'est vu, dès lors, obligé de suspendre ses fournitures de livres sterling et de dollars, qu'il faisait au marché par notre entremise, et de dénoncer les arrangements pris avec les importateurs pour le règlement de certaines catégories de transactions, en Angleterre et aux Etats-Unis, contre versement de francs dans nos caisses.

« Pour toute l'année, nos livraisons de change ont à peine dépassé 2.200 millions, au lieu de 5 milliards en 1918. Les ventes du premier trimestre représentent, à elles seules, un milliard et demi; dans les trois autres

trimestres, nous n'avons pu mettre à la disposition du commerce qu'un peu plus de 700 millions de francs, provenant de ventes de titres à l'étranger et de prélèvements sur notre « avoir en compte à la Trésorerie des Etats Unis. »

« Le marché du change a donc été livré à ses seuls moyens. »

« Nos balances extérieures n'ont pu s'ajuster que par des ouvertures de crédits privés, par des exportations de valeurs mobilières et par la substitution aux engagements commerciaux d'autres engagements résultant d'une accumulation dans les banques des dépôts pour compte étranger. »

Avec la cause disparut l'effet et les pays de l'Entente qui, par une politique précise, avaient jusque-là évité les maux qu'engendre l'impossibilité d'exporter de l'or pour équilibrer la balance des comptes, allaient dès lors connaître tous les inconvénients d'un change avarié. Ces maux, nous les avons décrits dans la première partie de notre étude; ils se traduisent par une paralysie des transactions intérieures et extérieures, conséquence de l'incertitude que les fluctuations incessantes des changes font peser sur le prix de ces instruments de la circulation des richesses.

Mais, dans le cas présent, ces maux revêtent une gravité exceptionnelle par suite du déficit énorme de la balance commerciale de chacun des belligérants, situation qui se prolongera pendant plusieurs années.

Tous ces peuples sortent plus ou moins épuisés de la guerre et se trouvent obligés de faire appel à ceux qu'elle n'atteignit point pour la reconstitution de leur industrie et de leur agriculture. Le problème qui se pose devant les anciens belligérants d'Europe est de pouvoir continuer à importer beaucoup plus qu'ils n'exportent et de trouver en premier lieu les moyens de paiement de ces importations. La reprise de leur activité économique dépend avant tout de la solution que donneront leurs gouvernements à la crise des changes.

Les variations des cours ont dépassé tout ce que l'on pouvait prévoir. Il suffit de quelques chiffres pour montrer le désarroi du marché des changes et les obstacles que de pareilles fluctuations opposent à la bonne marche des affaires. De novembre 1918 à mars 1919, la livre sterling s'était tenue à Paris aux environs de 25 fr. 95; le 16 mars, après la dénonciation des accords elle montait à 27 fr. 80. Avec parfois de légères détentes, elle a poursuivi son mouvement ascensionnel continu, pour s'élever, le 12 avril 1920, à près de 68 francs, hausse vertigineuse à laquelle vient de succéder une brusque dépression, car, le 19 mai, elle pouvait s'obtenir à 48 fr. 75, puis, après de nouvelles oscillations, à 45 fr. 25, le 5 juillet. Le dollar qui, le 13 mars 1919, était à 5 fr. 45, passait, le 16, à 5 fr. 55; au plus fort de la hausse, il atteignait 17 fr., retombait à 13 fr. 44, le 19 mai 1920, et à 11 fr. 45, le 5 juillet.

Pour sa part, la livre sterling a été très affectée sur le marché de New York. Jusqu'en mars 1919, elle avait été stabilisée au taux de dollars, 4,76. Immédiatement après la dénonciation des accords, elle s'affaissait à 4,50. Le 20 mai 1920, le chèque sur Londres, se négociait à 3,76, et, en septembre 1920, alors que pèsent sur le marché les achats de change pour couverture des importations de coton et pour remboursement de l'emprunt conjoint, elle a touché le cours de 3,47.

Mais on n'aurait encore qu'une idée incomplète du malaise qu'engendre la crise actuelle des changes, si, en face, des doléances des pays à change déprécié, on ne plaçait celles des puissances dont la devise fait actuellement une prime exceptionnelle. Toutes constatent, depuis le début de l'année 1920 principalement, une diminution de leurs exportations et une perturbation profonde sur leurs marchés financiers. Ceux-ci doivent absorber sans cesse les titres d'emprunts nationaux que rapatrie l'effondrement des changes belligérants et les offres se trouvant supérieures aux demandes entraînent un effritement des cours. « A Paris, constate le *Journal de Genève* du 9 février 1920, la bourse est en effervescence... A Genève, hélas, comme d'ailleurs à Bâle et à Zurich c'est tout le contraire, et la bourse mal impressionnée par l'effondrement des changes a connu des jours sombres. » Les banques de ces pays doivent constamment

venir en aide aux industriels et financiers dont une partie de l'avoir, convertie en monnaies dépréciées, se trouve de ce fait immobilisée. Or le crédit a des limites et l'on commence à se demander anxieusement ce qu'il arriverait si la situation actuelle devait se prolonger.

D'autres facteurs, purement psychologiques, contribuent à rendre l'atmosphère plus lourde; ce sont la méfiance et la mauvaise humeur des acheteurs dans les pays à change avarié, qui accusent, bien à tort, leurs vendeurs des pays à change surapprécié de maintenir élevé le cours des devises.

La crise actuelle devient donc une calamité mondiale. Le 22 janvier 1920, le Conseil d'Administration de la Chambre de commerce britannique de Paris émettait le vœu suivant :

« Le Conseil d'Administration de la Chambre de commerce britannique de Paris considère que, vu non seulement les préjudices matériels causés aux relations commerciales internationales par la crise du change, mais vu surtout les malentendus entre les commerçants anglais et français qui en résultent, il est aussi essentiel qu'urgent que les départements gouvernementaux compétents apportent une solution rapide à cette crise, dont les effets causent des préjudices incalculables et de grande portée aux intérêts qui en sont affectés. Le Conseil de cette Chambre prie instamment les autorités compétentes de prendre les

mesures efficaces et urgentes qu'exige la solution de cette question, d'importance aussi vitale. »

La solidarité financière et économique est aujourd'hui si étroite entre tous les pays de tous les continents que la ruine des uns entraînerait probablement la ruine des autres. Tous ont un intérêt immédiat à contribuer au rétablissement d'une circulation normale et aisée des richesses, et, s'il est juste que les pays affaiblis fournissent un vigoureux effort, il importe également que les plus forts leur procurent l'aide indispensable.

* * *

Les causes de la dépréciation énorme des changes belligérants sont : l'inflation de la circulation fiduciaire et le déficit de la balance commerciale. Le prix des changes, avons-nous vu dans notre première partie, s'établit comme celui de toutes marchandises ; il dépend, d'une part, de la quantité offerte sur le marché et de la quantité demandée, d'autre part, du pouvoir d'achat de la monnaie intérieure. Or, chez les anciens belligérants la quantité de devises neutres offerte sur le marché, représentant le montant des créances que leur procurent les exportations, visibles ou invisibles, est sensiblement inférieure à la quantité demandée, représentant le montant de leurs engagements internationaux.

À ce premier facteur de la hausse des devises neutres et américaine, s'en ajoute un deuxième, la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, conséquence des accroissements incessants de la circulation fiduciaire¹. C'est donc à ces deux causes du mal que les gouvernements doivent s'attaquer.

La nécessité de réduire parallèlement l'inflation fiduciaire et le déficit de la balance commerciale n'est pas unanimement admise. Deux thèses absolument opposées sont parfois soutenues tendant à démontrer que le mal est dû à peu près exclusivement à

1. « On sait que ces deux éléments : rareté des marchandises et dépréciation de l'agent de la circulation intérieure, sont les causes immédiates de la vie chère. Or, nous retrouvons leur influence identique dans les transactions ayant pour objet la marchandise spéciale qu'est le change. En vérité, rien n'est plus logique. Et si l'on considère, de plus, que la rareté de cette marchandise, c'est-à-dire de nos créances sur l'étranger, est due principalement à l'insuffisance de nos exportations, et, partant, de notre production nationale, on aperçoit que la crise du change n'est en réalité qu'un des aspects de l'élévation générale du coût de l'existence. C'est, en somme, par la hausse des changes étrangers que se manifeste la cherté de la vie pour les produits que nous sommes obligés d'acheter au dehors. » (*Le Temps*, 26 janvier 1920).

M. R.-G. Lévy distingue les causes physiques et les causes chimiques. Les premières agissent sur les mouvements du change à travers l'offre et la demande. « Elles sont en effet analogues à celles qui, dans la nature, mettent les corps en mouvement, les attirent ou les repoussent ; elles sont comparables à la force centrifuge, à la force centripète, à la loi de gravitation. Il en est d'autres qui ne tiennent pas aux rapports commerciaux des principales places du monde entre elles, mais à la constitution intime, à l'essence des instruments au moyen desquels ces rapports s'établissent, c'est-à-dire de la monnaie des différentes nations. On nous permettra de les désigner du nom de *chimiques* : elles résultent de la nature même des éléments dont ces instruments monétaires sont formés. » *Mélanges financiers*, p. 106.

l'un ou l'autre des deux faits que nous dénonçons comme causes simultanées du désarroi actuel des changes.

D'après le professeur Einaudi, l'effondrement des changes belligérants serait uniquement dû à l'inflation fiduciaire et il serait inutile de recourir pour expliquer ce phénomène « à la marionnette du déficit de la balance commerciale. » Pour lui, le « déséquilibre de la balance commerciale est une équivoque ou une fantaisie, la véritable cause du change est la dépréciation du papier-monnaie. » (Corriere della Serra, 16 octobre 1917, cité par M. Marin.)

Inversement, soutient-on, la guerre a démontré « que le cours du change dépend essentiellement de la balance des paiements. Il suffit d'ailleurs de réfléchir un instant pour comprendre que même si la circulation des billets de banque français était, par exemple subitement ramenée à 5 milliards, c'est-à-dire, à un chiffre égal à celui d'avant guerre et aujourd'hui entièrement couvert par l'encaisse métallique d'or, cela ne pourrait cependant pas empêcher que les moyens de change, sur New-York ou sur Londres, ne manquassent tout autant qu'en ce moment avec nos 34 milliards d'émission ¹. »

Nous croyons que ces deux opinions méconnaissent également le rôle de la spéculation. Observons ce qui

1. L. Polier, art. cit., *Le Correspondant*, 25 juillet 1919.

se passe pour le règlement de la balance commerciale française. Pour l'année 1919, notre pays dut payer environ 30 milliards d'importations, tandis que les exportations ne lui procurèrent que 9 milliards de créances. Comment fut comblé ce déficit de 21 milliards ? En partie, par les exportations invisibles ; mais, surtout, par les *crédits de spéculation*. Des étrangers estimant que la dépréciation du franc a atteint son maximum, ayant confiance dans notre relèvement jouent la hausse du franc et achètent des francs, sous forme de créances diverses, espérant les revendre plus tard avec bénéfice. Voici comment M. J. Décamps a exposé le mécanisme de cette spéculation dans une communication du 6 avril 1910 à la Société d'économie politique.

« Un jour donné, les créances exigibles sur la France sont surabondantes sur le marché de New-York. Après application de tous les éléments d'actif que nous pouvons avoir sur l'Amérique, la compensation n'est pas complète ; il reste un solde. Ce solde étant exigible tout comme la partie compensée doit être payé d'une façon ou d'une autre..

« Que se passe-t-il alors ? Des Américains qui ont confiance dans le relèvement de la France... achètent ces créances. Ils remettent aux détenteurs les dollars qui leur sont dus ; ils font encaisser chez le débiteur français la contre-valeur en francs des dollars déboursés, et ils laissent momentanément ces francs en dépôt

dans une banque française. « Le jour où l'amélioration escomptée se sera produite, pense chacun de ces spéculateurs, je demanderai le rapatriement de mon solde créditeur à la Banque qui l'a en dépôt; comme le franc aura augmenté de valeur par rapport au dollar, j'obtiendrai avec le même nombre de francs un nombre de dollars plus grand que celui que j'ai déboursé pour acheter la créance française; ce sera mon profit¹. »

La spéculation procure seule au commerce d'un pays à change déprécié les moyens de paiement intégral de ses importations et, quand le déficit atteint des dizaines de milliards de francs, on mesure l'importance du rôle qui lui échoit. Il n'est pas à craindre qu'un pays ne trouve la totalité des sommes qu'exige l'acquittement de ses dettes extérieures. Sa devise se dépréciera peut-être de 99 % par rapport aux devises étrangères, mais il s'établira toujours un cours qui décide la spéculation à consentir les avances nécessaires. La ligne de conduite qui s'impose dès lors aux pays affligés d'une circulation de papier-monnaie est de fournir à la spéculation des raisons d'espérer; pour que se maintienne aussi élevé que possible le prix de leur devise. A cet égard, tout indice de prospérité économique, que ce soit une réduction de l'inflation ou un redressement de la balance des comptes, sera

1. *Economiste français*, 24 avril 1920, p. 518.

du meilleur effet. Les variations de cours d'un change déprécié ne traduisent pas mathématiquement les variations de la circulation fiduciaire ou du solde de la balance commerciale; elles reflètent simplement les impressions des spéculateurs étrangers, que guide l'ensemble des événements politiques et économiques.

Les pays à change déprécié doivent donc redresser leur balance commerciale, produire et exporter davantage, importer et consommer moins. Parallèlement, ils doivent s'efforcer de comprimer progressivement leur circulation fiduciaire.

0

PRODUCTION. — LA QUESTION DU CHARBON.

LA CONFÉRENCE DE SPA.

L'accroissement de la production exige que soient préalablement résolus certains problèmes d'ordre très général, dont l'étude sortirait des cadres que nous nous sommes tracés : celui des rapports du capital et du travail¹, celui des transports maritimes et terrestres. En ce qui concerne, plus particulièrement la France, et également la Belgique et l'Italie il exige que leur soit fourni le charbon qui leur manque.

1. Cf. art. de M. G. Jèze, *l'Ere Nouvelle*, 27 septembre 1920, La Conférence financière de Bruxelles.

et qu'à cet effet l'Allemagne exécute les clauses des conventions qui lui furent imposées.

Le traité de Versailles avait prévu que l'Allemagne livrerait mensuellement aux alliés 3.400.000 tonnes de charbon et que le prix de ces livraisons, calculé d'après le cours du charbon allemand sur le carreau de la mine, augmenté du fret jusqu'à la frontière, viendrait en déduction des sommes mises à la charge de l'Allemagne pour réparation des dommages de guerre. L'Allemagne, qui eût préféré envoyer ce charbon à certains neutres, tout disposés à le lui payer comptant par une remise de produits alimentaires et de denrées diverses dont elle a un impérieux besoin, mit une mauvaise volonté évidente à tenir les engagements qu'elle avait souscrits. Pour résoudre les difficultés que soulevait cette question du charbon, une nouvelle convention a été élaborée à Spa (5-16 juillet 1920) dont les clauses, par le système d'avances qu'elle établit, sont de nature à peser sur le cours de notre franc.

Aux termes du protocole signé le 16 juillet, l'Allemagne s'engage à livrer aux Alliés, pendant 6 mois à dater du 1^{er} août 1920, 2.000.000 de tonnes de charbon par mois. Le prix de ce charbon a été doublement majoré : 1^o d'une prime de 5 marks-or (environ 15 francs) par tonne, qui sera affectée à l'acquisition de denrées alimentaires pour les mineurs allemands; 2^o pour tous les charbons livrés par voies de

terre ou batellerie fluviale d'une somme égale à la différence entre le prix intérieur, augmenté de la prime de 5 marks-or, et le prix f. o. b. d'exportation du charbon allemand dans les ports allemands ou le prix f. o. b. d'exportation du charbon anglais dans les ports anglais, et en prenant le plus bas de ces deux prix. Aux cours actuels, c'est une majoration de 150 à 160 francs par tonne.

La prime de 5 marks-or doit être acquittée immédiatement en espèces par la partie prenante et reste définitivement acquise.

Une somme égale au montant de la deuxième majoration doit, à la fin de chaque mois, suivant le nombre de tonnes livrés et le prix f. o. b. du charbon, être avancée par les Alliés à l'Allemagne. Ces avances, qui s'ajoutent aux charges incombant au gouvernement allemand en vertu du Traité de Versailles ou de tous accords complémentaires, doivent être remboursées, avec intérêt à 6 p. 100, au plus tard le 1^{er} mai 1921. Cette créance des Alliés jouit d'une priorité absolue sur toutes autres créances des Alliés à l'encontre de l'Allemagne. Conformément aux articles 235 et 251 du Traité de Versailles, ces avances serviront au paiement de « telles quantités de produits alimentaires et de matières premières qui pourront être jugées, par les Gouvernements alliés et les principales puissances alliées et associées, nécessaires pour permettre à l'Allemagne de faire face à son obligation de réparer. »

Les Alliés ont réparti entre eux, de la manière suivante, la charge de ces avances : 61 p. 100 à la France, 24 p. 100 à la Grande-Bretagne, qui pourtant ne doit pas recevoir de charbon, 8 p. 100 à la Belgique, 7 p. 100 à l'Italie. On estime de 1000 à 1200 millions la charge nouvelle imposée à notre budget. Lors d'une conférence entre MM. Lloyd George et Millerand, à Boulogne, le 27 juillet, il a été décidé que l'Allemagne remettrait à la Commission des Réparations, en représentation de ces avances, des bons 6 p. 100 à échéance du 1^{er} mai 1921, bons que la Commission pourrait vendre ou faire escompter sur le marché international¹.

Comme nous le remarquons au début de ce chapitre, les anciens belligérants d'Europe, dont le matériel industriel est en grande partie fatigué ou détruit, qui ont épuisé leurs stocks de denrées alimentaires et de matières premières, ont besoin de recevoir beaucoup de l'étranger et les possibilités de la production dépendent pour eux essentiellement de l'aide que celui-ci leur accordera. Ils ne sauraient se relever s'ils n'obtiennent les crédits indispensables et l'on aperçoit ici la solidarité de questions que les nécessités de l'exposition obligent de séparer, mais qui, pratiquement, sont intimement liées : pas de production sans crédits, pas de crédits sans production.

1. Cf. *Europe Nouvelle*, 25 juillet 1920, Histoire officielle de la Conférence de Spa et 8 août 1920, art. de M. Nestor Brignon, Combien allons-nous décaisser pour l'accord de Spa sur le charbon ?

RÉGLEMENTATION DES IMPORTATIONS ET DES EXPORTATIONS

Un autre problème qui se rattache directement à celui du redressement de la balance commerciale est relatif à l'attitude des gouvernements dans la réglementation des importations et exportations. Leur appartient-il de déterminer strictement les ventes et achats utiles et, partant, de prohiber les opérations qui ne rentreraient pas dans cette catégorie ? Il y a là une question d'espèce et peut-être n'est-il pas possible de présenter une solution générale.

En France, nous avons vu qu'exportations et importations avaient été étroitement réglementées pendant la guerre. Ces mesures avaient soulevé des plaintes nombreuses du commerce, excédé des formalités administratives qui lui étaient imposées et impatient de voir mettre un terme aux pouvoirs par trop arbitraires que le gouvernement tenait de cette législation. Si, comme le fait remarquer M. Polier, il importait pendant la guerre de maintenir avant tout le prestige du franc à l'étranger, si « ménager notre change, c'était ménager un crédit limité par l'indécision tragique de la lutte et battu en brèche par les manœuvres ennemies... aujourd'hui le point de vue ne peut être le même. La préoccupation de maintenir les cours de notre change ne doit pas être dominante.

Ce qui est essentiel pour la France, c'est de revenir à une vie économique normale, par conséquent de s'ouvrir à nouveau à tous les courants commerciaux du monde, pour faire cesser cette hausse exorbitante des prix qui est le résultat de l'existence en vase clos qui nous a été imposée par la guerre, et aussi pour infuser une vie nouvelle à notre industrie et à notre commerce en les faisant puiser librement et largement à toutes les sources du dehors. Il ne faut donc pas considérer le retour aux libres transactions extérieures du seul point de vue des pertes de change qu'il peut provoquer. Ces pertes importent peu, si, d'autre part, d'immenses et d'incalculables bénéfices doivent en résulter pour le pays.¹ » Ces raisonnements semblaient l'avoir emporté dans les milieux gouvernementaux et, au cours de l'année 1919, une série de mesures furent prises pour rétablir la liberté des importations et dont les plus importantes sont les décrets des 20 janvier, 13 juin² et 13 juillet 1919. Mais un revirement se produisit à la suite surtout de la hausse exceptionnelle des changes en avril 1920. Le 23 avril, un décret prohibait l'importation en France et en Algérie de marchandises énumérées dans un tableau annexe. Le but était de s'opposer à l'introduction de marchandises de luxe. Il semble que sur ce premier point déjà l'idée

1. Léon Polier, art. cit., *Le Correspondant*, 25 juillet 1919.

2. Voir les appréciations de M. Polier sur les décrets du 13 juin, art. cit. du *Correspondant*.

n'eût pas été très heureuse. Quelle pierre de touche permet de qualifier tel achat d'importation de luxe ? « Il est fort difficile, sinon impossible de tracer la limite entre le superflu et le nécessaire. Dès l'instant qu'on admet le principe d'une telle discrimination on ouvre la porte aux décisions les plus arbitraires. Celles-ci finiraient pas aboutir à des mesures de protection déguisée et abusive¹. » Et il suffisait, en effet, de prendre connaissance du tableau annexe pour se rendre compte que certaines marchandises n'y figuraient que pour la satisfaction d'intérêts protectionnistes. Cette réglementation était critiquable d'un autre point de vue. Elle était « infiniment dangereuse dans un pays comme la France où le commerce de luxe est une des plus importantes ressources économiques. Les inconvénients de toute politique traquant le luxe ont été suffisamment mis en lumière par les effets fâcheux de la *taxe de luxe*, pour que l'on ne commette plus des erreurs de ce genre. Le luxe, à tort ou à raison, est un attrait pour les étrangers qui visitent notre pays. Les articles, même importés, sont souvent achetés et consommés par eux². » Bien loin de réduire sa production d'articles de luxe, la France doit s'efforcer de la développer ; elle est à peu près sans concurrent dans ce domaine et possède une clientèle des

1. *Le Temps*, 30 mars 1920.

2. *Le Temps*, 30 mars 1920.

plus fidèles. Enfin de telles mesures entraînent fatalement des représailles économiques entre nations. Sans doute, d'autres puissances nous avaient précédés dans la voie de la réglementation. Mais n'est-il pas illogique, alors qu'il n'est question que de collaboration internationale, de voir chaque pays s'entourer d'une véritable muraille de Chine?

Devant les protestations des Chambres de commerce, et la détente des changes aidant, un décret du 22 juillet (J.O. 25 juillet) vint rendre plus de liberté aux importations. Dans le rapport qui l'accompagnait, les ministres compétents déclaraient que le décret du 23 avril n'avait jamais été dans la pensée du Gouvernement qu'une « mesure toute provisoire, destinée à être rapportée dès que la situation se serait améliorée ». Peut-être forçaient-ils par trop la note optimiste, en attribuant au décret d'avril le mérite de la baisse des changes, due au redressement de notre balance commerciale et à la spéculation escomptant les effets des conférences de Boulogne, Spa et Bruxelles. L'essentiel était qu'ils eussent admis que le maintien de ce décret eût risqué « d'entraver l'expansion de notre activité industrielle et de compromettre les résultats acquis ». Le nouveau décret laisse d'ailleurs subsister la prohibition à l'égard des marchandises frappées antérieurement au 23 avril et à l'égard de quelques autres qualifiées « somptuaires au premier chef. » Il est prévu que des autorisations d'importa-

tion pourront être accordées. Mais le nouveau décret relève les droits de douane qui frappaient les marchandises de luxe et cela, a-t-on soin de déclarer, non par protectionnisme, mais pour effectuer une péréquation de droits basée sur l'augmentation du prix de ces marchandises. Même sans contester la légitimité de ce point de vue, on ne peut que regretter la facilité qu'a le gouvernement d'élever ainsi les droits d'entrée : c'est un nouvel exemple du régime d'arbitraire, sous lequel nous vivons en matière économique.¹ Un autre exemple, non moins frappant, nous en est fourni par un simple arrêté ministériel du 5 juillet modifiant le décret du 23 avril par l'établissement de dérogations aux prohibitions d'entrée non prévues par le décret.

Une réglementation en entraîne une autre; chose assez inattendue, ce sont parfois les exportations qui sont atteintes. De temps à autre, on trouve exprimée la crainte d'une exportation excessive de nos richesses naturelles et de nos matières premières dont la dépréciation du franc faciliterait l'achat par l'étranger. On oublie que toute marchandise exportée nous permet d'obtenir par voie d'échange d'autres marchandises probablement plus nécessaires à la vie du pays et nous pensons que le commerce libre, simplement guidé par les mouvements des prix, serait bien plus apte que n'importe quelle commission

1. Cf. Loi du 6 Mai 1916.

officielle à décider des importations ou exportations utiles à l'industrie française. Rien n'est plus néfaste à la reprise de nos relations avec l'étranger que la menace d'un décret pouvant inopinément prohiber telle ou telle opération. La liberté et la sécurité des transactions seront les meilleurs facteurs de la rénovation de notre production et de l'amélioration des changes¹.

RÉDUCTION DE L'INFLATION FIDUCIAIRE.

Concurremment à l'intensification de leur production, les anciens belligérants doivent comprimer progressivement leur circulation fiduciaire, augmenter le pouvoir d'achat de leur monnaie, tendre vers la reprise des paiements en espèces, par là stabiliser et améliorer le prix de leur devise.

La réduction de la circulation fiduciaire contribue de deux manières à l'amélioration des changes; d'une manière purement mécanique et externe, par une raréfaction de la quantité de monnaie disponible, raréfaction qui détermine une baisse générale des prix; d'une manière interne, en conférant plus de valeur aux francs, aux livres, aux marks, en laissant

1. La baisse du change français a amené le législateur à interdire l'exportation des objets d'art et d'ameublement anciens (Loi de Finances de 1920).

entrevoir l'heure où ils seront échangeables à volonté contre de l'or, en amenant ainsi les spéculateurs neutres à les rechercher. Toute mesure ayant pour but de renforcer le gage des billets produira d'ailleurs un résultat analogue.

L'assainissement de la circulation permettra seul le retour à la convertibilité du billet de banque. Les pays qui auront su le vouloir bénéficieront alors de la stabilisation de leur change, corollaire d'une situation monétaire normale.

Comment obtenir ce résultat ? Par l'impôt et par l'emprunt. L'impôt, si lourd soit-il, doit assurer la couverture des dépenses permanentes de l'Etat, d'où, pour celui-ci, la possibilité de ne plus recourir aux émissions de papier, puis celle de rembourser progressivement l'Institut d'émission. En diminuant les facultés des contribuables, l'impôt provoque une restriction de la consommation et, partant, un ralentissement des importations. Quant aux emprunts, ils amènent les prêteurs à se restreindre volontairement et, par l'afflux dans les caisses publiques de billets et de bons à court terme contribuant également à l'inflation, permettent à l'Etat d'accroître le montant de ses remboursements.

En 1871, nos financiers avaient déjà compris la nécessité d'amortir au plus tôt la dette du Trésor, envers notre Etablissement d'émission. « Le plus grand péril pour nos finances, disait Léon Say, ce

serait qu'on pût s'accoutumer au cours forcé du billet de banque. On y trouverait l'avantage apparent de ne pas rembourser sa dette. Il lui serait commode (au Trésor) de ne payer à la Banque de France qu'un intérêt réduit de 1 0/0, au lieu de contracter des emprunts dont il devrait servir l'intérêt et assurer l'amortissement. Ce serait, pour les budgets, un allègement d'autant plus appréciable que nous aurons, après la guerre, de grandes difficultés pour rétablir l'équilibre de nos budgets. Mais rien ne serait à la longue plus funeste, comme le prouve l'expérience des pays qui n'ont pas eu le courage, ou qui n'ont pas eu la force, de restituer aux banques les sommes qui leur ont été empruntées. Ce danger était apparu, au lendemain de la guerre à M. Thiers. Aussi une de ses premières préoccupations a été de fixer des termes de remboursement de la dette envers la Banque¹. »

Après la dernière guerre, la France a manifesté sa résolution d'entrer dans cette même voie.

Les lois des 25 juin et 31 juillet 1920 ont assuré l'équilibre budgétaire par la création de près de huit milliards de ressources nouvelles. Toutefois la situation de nos finances est encore loin d'être satisfaisante.

Une politique de sérieuses économies est indispensable en vue d'accélérer le remboursement des avances de la Banque de France et l'amortissement de notre dette. Il subsiste encore chez nous trop d'organismes

1. Cité par J. Figard, *Lendemain financiers d'une guerre*, p. 94.

administratifs coûteux, nés de la guerre, mais qui devraient radicalement disparaître avec le retour de la liberté commerciale. Lors de la discussion de la loi de finances, le gouvernement a promis de donner sur ce point satisfaction à l'opinion et déclaré que bientôt le contrôle de l'Etat ne s'exercerait plus que sur le ravitaillement en céréales panifiables. Une autre source d'inquiétudes est l'existence d'un budget extraordinaire de 22 milliards et demi pour 1920, où sont portées les dépenses que doit nous rembourser l'Allemagne. La carence de notre débiteur nous oblige à supporter provisoirement le poids de ces dépenses et à emprunter pour y faire face. La mauvaise volonté dont il a jusqu'alors fait preuve n'est point sans assombrir l'avenir et sans donner quelque précarité à l'équilibre budgétaire réalisé.

Un premier emprunt a été admis en mars 1920. Il était du type 5 %, amortissable par tirages en 60 ans à 150 %. D'après le compte rendu du Ministre de Finances, à la Chambre, le 12 avril, il a fourni les résultats suivants :

Numéraire : 6 milliards 800 millions.

Bons de la Défense Nationale : 8 milliards.

Obligations de la Défense Nationale : 560 millions.

Coupons de rente française : 365 millions.

Nous verrons qu'il n'a pas permis de réduire de façon appréciable la dette de l'Etat envers la Banque.

Un deuxième emprunt, 6 % perpétuel, doit être émis en octobre-novembre 1920, en vue de faire face aux dépenses des budgets extraordinaires et aux remboursements de l'Etat à la Banque de France.

Les rapports de la Banque de France et de l'Etat sont actuellement définis de la manière suivante. Une convention du 24 avril 1919 avait porté de 24 à 27 milliards le maximum des avances que la Banque pourrait consentir à l'Etat ; mais celui-ci s'engageait à effectuer, « sur le montant du plus prochain emprunt à émettre en rentes ou en obligations, une somme suffisante pour éteindre les avances prévues par la dite convention » et à partir de ce remboursement, le maximum des avances devait être ramené à 24 milliards. A la veille de l'emprunt de 1920 les avances s'élevaient à 26.300 millions. Les besoins de la Trésorerie s'opposèrent à ce que l'Etat pût, à l'aide des ressources que lui avait procurées l'emprunt 5 % 1920, les ramener au-dessous de 25.300 millions. Pour régulariser la situation, une nouvelle convention du 14 avril 1920 maintient à 27 milliards le maximum des avances que la Banque peut consentir provisoirement ; mais l'Etat s'engage à rembourser, avant le 31 décembre 1920, une somme suffisante pour ramener le chiffre de sa dette à 24 milliards et il est prévu, qu'à partir du 1^{er} janvier 1921, il versera annuellement à la Banque un minimum de 2 milliards de francs.

En même temps qu'elle autorise l'émission d'un

emprunt 6 %, la loi de finances de 1920 dispose que le Ministre des Finances peut, en l'absence des Chambres, par décrets en Conseil d'Etat, autoriser l'émission de billets jusqu'à concurrence de 43 milliards, alors que le maximum prévu par la loi du 17 juillet 1919 était de 40 milliards. Ces décrets ne doivent être pris que justifiés par les besoins du commerce, mais en aucun cas pour permettre des avances de la Banque à l'Etat, qui dépasseraient le chiffre de 27 milliards. Jusqu'à présent, il n'a pas été fait usage de ces dispositions; il n'en sera peut-être pas toujours ainsi, car, au 30 septembre 1920, la circulation atteignait le chiffre jusqu'alors inconnu de 39.208 millions, dû à l'accroissement du portefeuille qui, pour sa part, atteignait 2.295 millions. Lors du vote, on fit valoir qu'il ne restait plus qu'une marge de 2.300 millions de billets à émettre, alors que les comptes courants à vue figuraient au bilan de la Banque pour 3.300 millions, que l'Etat avait la faculté de se faire avancer encore 1.400 millions et qu'ainsi un total de 4.700 millions était susceptible d'être réclamé à tout instant à la Banque. On voulait également venir en aide aux Banques, qui avaient, « grâce à leurs augmentations de capital, nourri leur portefeuille commercial », ¹ en leur facilitant le réescompte de tout ou partie de ce portefeuille en vue des opérations du prochain emprunt

¹ *Le Temps*, Semaine financière, 9 août 1920.

(source de bénéfices importants pour elles, aurait-on dû ajouter). Mais est-on bien sûr de ne pas tourner ainsi dans un cercle vicieux puisqu'emprunt signifie émission au lieu de déflation.¹ Il est fâcheux qu'on cherche à obtenir un gros chiffre de souscriptions par des procédés que réprouve une saine technique financière. L'emprunt ne concourra à la déflation que s'il représente un prélèvement volontaire effectué par les prêteurs sur leurs facultés, sans que l'Etat augmente celles-ci par des moyens factices.

L'Angleterre a fait pour sa part de sérieux efforts. Pendant les trois premiers mois de l'année 1920, la Banque d'Angleterre a augmenté sa réserve or de 30 millions de livres, tandis que la circulation des billets n'augmentait que de 10 millions, portant ainsi la proportion de la réserve aux engagements à 22 %, (le minimum d'avant-guerre était de 33 %). Mais au début d'avril 1920, les currency notes s'élevaient encore à £ 326 millions.

*
* *

La reprise des exportations et la compression de la circulation fiduciaires sont les seuls remèdes efficaces aux maux dont souffrent les anciens belligérants. Que peut-on attendre de la mise en œuvre de diverses autres formule en vue de pallier à la crise actuelle ?

1. W. Oualid, Le nouvel emprunt, *Europe Nouvelle*, 8 août 1920.

ENVOIS D'OR.

Pour les mêmes raisons que durant la guerre, ce moyen ne serait être employé. Cependant le secrétaire du Trésor américain, M. Carter Class, a déclaré ne point voir d'autre solution. « On ne peut s'empêcher de voir là une manière d'ironie, dit justement M. Liesse. ¹ » Que ferait la Banque de France avec les 3.600 millions de son encaisse, la Banque d'Angleterre avec ses 3 milliards ? On n'obtiendrait de la sorte qu'une amélioration bien éphémère. Notons toutefois que l'Angleterre a envoyé aux Etats-Unis en mars 1920, 10 millions de dollars or et qu'elle a poursuivi ses envois, dans une mesure que nous ne connaissons pas, en vue du remboursement de sa part de 250 millions de dollars dans l'emprunt franco-anglais de 500 millions de dollars; que la France a également envoyé de l'or pour une partie du remboursement de sa part (25 millions de dollars, d'après certains renseignements) ².

ÉLEVATION DU TAUX DE L'ESCOMPTE.

Cette mesure est excellente quand un pays à circulation saine, ayant à combler un déficit temporaire et à protéger son stock métallique, cherche à

1. *Economiste français*, 7 février 1920.

2. *Le Pour et le Contre*, 24 octobre 1920.

attirer les capitaux disponibles à l'étranger. Mais, dans les circonstances actuelles avec les variations exceptionnelles et inconnues des cours, les risques sont trop grands pour que la spéculation se décide sur une différence de 1 % ou de 2 % dans le taux de l'intérêt annuel.

« Quelle influence pourrait avoir une différence de 1 % *par an*, lorsque les variations du change atteignent 1 %, et plus dans un seul jour¹ » ? La hausse du taux de l'escompte ne saurait donc attirer les capitaux que dans une faible proportion, eu égard à l'énormité des dettes. Il serait néanmoins fâcheux que le taux de l'escompte fût notablement plus faible dans les pays à change déprécié que dans les pays à circulation saine.

Contre l'élévation du taux de l'escompte on fait valoir que la reprise de l'activité économique exige que les industriels empruntent des capitaux au taux le plus avantageux possible et que l'élévation du loyer de l'argent rendrait plus onéreux les appels de l'Etat à l'épargne.

Le 8 avril 1920, le Conseil général de la banque de France décida de porter de 5 % à 6 % le taux de l'escompte. Aucun compte rendu n'a été fourni des motifs de cette décision, mais il est très vraisemblable

1. *Journal des Débats*, Revue Financière, 12 avril 1920.

que le but visé n'était point une amélioration du cours des changes. Il est probable qu'alors que le montant des billets en circulation atteignait 37 milliards et demi — le maximum autorisé étant de 40 milliards — la Banque a voulu s'assurer des disponibilités en quantité suffisante pour faire face à toute éventualité et ce, sans demander aux Pouvoirs Publics de reculer la limite d'émission. Nous croyons que le taux de 6 % n'est pas encore assez élevé, alors que des taux de 7 à 8 % sont couramment pratiqués à l'étranger. Le danger deviendrait plus sérieux si les barrières qui s'opposent à l'exportation des capitaux étaient abolies.

LA RÉGLEMENTATION DE L'EXPORTATION DES CAPITAUX.

Nous avons exposé précédemment les détails de cette réglementation dans les différents pays. Sauf en Angleterre, elle semble avoir survécu partout à la fin des hostilités et s'oppose encore aux opérations de change purement spéculatives.

Il importerait cependant qu'on se rendit compte de l'utilité de la spéculation pour procurer au marché, par la multiplicité des opérations, toute l'ampleur voulue et de la nécessité de transactions abondantes

pour amortir les fluctuations des cours¹. Pourquoi prohiber, d'autre part, la spéculation sur le change à Paris ou à Rome, alors qu'elle s'exerce librement à Londres et à New-York, spéculation d'ailleurs indispensable, pour approvisionner l'Italie et la France de moyens de remise en quantité suffisante ?

En France, le commerce verrait avec plaisir le retour d'un régime de liberté et la suppression de formalités administratives, qui gênent les arbitrages et détruisent les effets régulateurs d'opérations judiciaires auxquelles les importateurs ne peuvent se livrer en pleine indépendance. Voici, par exemple, un commerçant qui, en vue d'achats possibles de marchandises, se couvre en devises étrangères. Pour une raison quelconque, les tractations n'aboutissent point et ce commerçant, qui en donnant son ordre d'opération de change a certifié à la Banque que ce change était destiné à l'importation de marchandises dans un délai maximum de six mois, est susceptible d'avoir de grosses difficultés avec la Commission des Changes. Pour les éviter, il attendra que l'achat de marchandises soit ferme avant de se couvrir en livres sterling ou en dollars, dût-il payer ces monnaies étrangères plus cher. Finalement le consommateur français doit

1. Consulter l'article, La spéculation sur le change, du *Temps*, 11 avril 1920.

supporter les conséquences de ces opérations commerciales nécessairement mal conduites¹.

La spéculation, avons-nous déjà constaté, se développe fatalement en période troublée; il est vain de vouloir la supprimer et le seul résultat des réglementations est de l'amener à faire payer ses services à un taux d'usure. Malgré la loi du 3 avril 1918 elle n'est point morte et se porte même fort bien. Seulement ce n'est pas le commerce d'importation qui s'y livre, comme il serait légitime; elle est devenue le privilège d'intermédiaires, dont beaucoup ne sont point français. « Il est évident que sur le marché des changes il y a des abus qu'il faut réprimer. Nous voyons des banques étrangères effectuer sur la place de Paris des opérations qui, en vertu de notre législation, sont interdites aux banques françaises; nous voyons également des courtiers de change, qui ne sont pas toujours français ou qui le sont de bien fraîche date, faire des opérations singulièrement inopportunes. ² »

Il a fallu prendre des mesures supplémentaires pour restreindre l'accès du public au marché des changes et voici les décisions de la Chambre syndicale des agents de change, prises en décembre 1919 :

1. Voir une proposition de loi, de M. Jean Locquin, tendant à modifier la loi du 3 avril 1918 dont les formalités n'aboutissent « qu'à compliquer les opérations commerciales les plus élémentaires ». Chambre des députés, Session 1919, n° 5670.

2. Discours de M. de Lasteyrie, Chambre des députés, 14 avril 1920.

« Le marché sera dorénavant divisé, en quelque sorte, en trois zones. La première formera une corbeille où opéreront, pour les deux autres, des délégués triés sur le volet, si l'on peut dire.

« Autour de la corbeille, dans la deuxième zone, se tiendront tous les opérateurs munis de cartes et étant tenus par conséquent au répertoire des changes.

« Dans la troisième zone, évoluera le public qui aura la faculté de passer aux intermédiaires de la deuxième zone les ordres d'achat ou de vente en conformité d'ailleurs des prescriptions de la loi du 3 avril 1918.

« Cette réorganisation matérielle donnera-t-elle les résultats que les auteurs en attendent ? On le verra bien. Elle paraît conçue dans le but de mieux contrôler les opérations de change des banques étrangères. Mais prenons garde que, voulant mieux les contrôler, on ne les écarte tout à fait de ce marché, que seules pour le moment, elles sont en situation d'alimenter en devises et en monnaies étrangères indispensables à notre commerce d'exportation. ¹»

En Italie, les plaintes sont d'autant plus vives que la réglementation est plus stricte. Le professeur Einaudi demande énergiquement l'abolition de l'Institut des changes, et de l'Assemblée technique interministérielle des approvisionnements. « La conviction générale entre industriels, dit-il, est qu'il n'est pas pos-

1. *Le Temps*, Semaine financière, 15 décembre 1919.

able d'introduire la plus petite fraction de marchandises en Italie, sans avoir fait des voyages répétés à Rome. et sans s'être fait précéder de lettres de sénateurs et de députés. L'on ne cède qu'à des démarches répétées et pressantes; même alors on réduit les demandes, au petit bonheur, à la moitié, au tiers, au dixième, rendant impossible aux intéressés d'atteindre le but qu'ils se proposaient¹. » Et le public italien paye les frais de cette réglementation. Les privilégiés qui ont pu obtenir l'introduction de quelques produits les vendent avec un bénéfice énorme.

RÉQUISITION DES MOYENS DE CHANGE.

Comme remède ultime à la crise présente, certains ont proposé la réquisition par l'Etat de tous les moyens de change et notamment des valeurs mobilières. Nous n'hésitons pas à dire que, de la sorte, on aggraverait le mal, même si on obtenait une amélioration passagère.

Une pareille mesure inciterait l'étranger à penser que le gouvernement n'a point confiance dans le travail du pays pour assurer le retour à la vie normale, et que peut-être il juge la situation désespérée. La

1. *Corriere della Serra*, 23 mars 1919, La politica di Tesoro, Abolire l'Istituto dei Cambi, 9 avril 1919, L'abolizione dei controlli sui cambi.

réquisition est un peu la solution des partisans du moindre effort ; il est vrai qu'elle offre à quelques-uns une arme pour la lutte de classes.

Une proposition en ce sens fut déposée à la Chambre par M. Léon Blum et plusieurs de ses collègues. Le ministre des Finances objecta que la grande difficulté n'était point actuellement pour l'Etat de s'alimenter en titres étrangers, mais de les réaliser ; qu'il convenait d'ailleurs de ne pas se faire d'illusions sur la valeur actuelle de notre portefeuille étranger, qui avait beaucoup souffert des événements de Russie et d'Orient, et qu'il importait de conserver précieusement certains titres pour faire entendre notre voix à l'étranger, titres « qui sont les moyens de rayonnement grâce auxquels nous posons en ce moment, par le monde, comme des pierres d'attente, de façon que, au fur et à mesure de notre renaissance économique, nous puissions très vite déborder largement hors de nos frontières ¹. »

Nous croyons enfin inutile de nous étendre sur certains procédés tels que la *suspension de la cotation des changes*, recette qui relève du pire empirisme, mais nullement de la science économique.

1. Chambre des députés, 2^e séance du 29 avril 1920, *Journ. offic.*, p. 1505. Discours de M. Marsal.

L'AIDE AMÉRICAINE.

En attendant que les mesures intérieures prises par chaque pays amènent une amélioration dans le commerce des changes, la conclusion d'ententes internationales doit être envisagée pour assurer la circulation internationale des richesses. Comme le montre la crise qui éclata au Japon, et qui gagna les Etats-Unis et l'Angleterre, l'accumulation improductive de trop grands stocks de marchandises est aussi dangereuse pour les pays à change surélevé que pour ceux à change déprécié.

Ce sont naturellement vers les Etats-Unis que les anciens belligérants se sont tournés en premier lieu.

Nous avons exposé comment les Etats-Unis décidèrent en octobre 1919 de mettre un terme aux avances de leur Trésorerie. Dans une lettre, adressée au président de la Chambre de commerce des Etats-Unis, M. Carter Glass, secrétaire du département de la Trésorerie, déclarait que « les Etats-Unis ne peuvent se charger de pourvoir aux besoins financiers de l'Europe, parce qu'ils ne peuvent pas diriger les politiques fiscales des gouvernements européens. »

Mais, si telle est l'expression d'une partie de l'opinion américaine, d'autres financiers pensent différemment, ainsi M. van der Lip, président de la Natio-

nal City bank : « M. Glass nous dit que l'Europe doit se remettre au travail, qu'elle doit diminuer résolument ses dépenses publiques et augmenter ses impôts pour rétablir son crédit national. Cela sonne bien, il y a beaucoup de vrai dans son dire. L'Europe ne peut être sauvée par la charité; elle doit travailler. Mais il y a un autre point de vue. La structure économique de la société européenne a été édifiée pendant les vingt dernières années sur le développement industriel. Or, aujourd'hui, tous les organes industriels et commerciaux sont complètement désorganisés et il y a des pays qui sont en proie à la famine... Je crois que notre politique doit être d'aider à la reconstitution d'une Europe travailleuse et prospère, plutôt que de tolérer la continuation d'une Europe paresseuse et révolutionnaire. »

Il faut, pour être juste, ajouter que les Etats-Unis n'ont pas, jusqu'à présent, exigé le paiement des intérêts des avances qu'ils ont consenties à l'Europe. Non seulement ces intérêts ne se capitalisent point, mais encore les Etats-Unis acceptent la suspension de leur paiement pendant trois années¹.

Il est certain que l'Amérique a beaucoup gagné pendant la guerre et qu'elle occupe actuellement une position économique particulièrement forte. Est-ce à dire qu'elle puisse sans compter accorder des crédits?

1. Cf. *Economiste français*, 15 mai 1920, art. de M. Viallate.

Il faut d'abord reconnaître qu'elle a déjà absorbé, pendant la guerre, une masse énorme de ses anciens emprunts en Europe, que, dès son entrée dans le conflit, elle a établi des impôts très lourds, qu'une partie de son outillage économique, ses chemins de fer notamment, doit être renouvelée.

Pour toutes ces raisons, on constate un sérieux resserrement monétaire à New-York. On y a vu à plusieurs reprises le « call money » à 25 % et les reports à 14 %. Le rapport des réserves des banques américaines à leurs engagements est d'environ 5 points au-dessous de ce qu'il était à la fin de 1918. Le taux de l'escompte y est très élevé et les emprunts de guerre se capitalisent, en moyenne, au taux de 10 %¹.

On ne peut songer à offrir aux Etats-Unis des valeurs mobilières européennes. Le public ne s'y intéresse pas, car son éducation financière reste à faire. Les Américains sont encore novices dans le rôle de prêteurs. Le dernier emprunt anglais de 150 millions de dollars, émis en novembre 1919, ne fut souscrit que grâce au concours des banques très au courant des finances de guerre anglaises.

Le seul effort tenté jusqu'à présent est le vote du « Eidge Foreign Finance Bill » en décembre 1919, qui fixe le statut des « Foreign banking Corporations. »

Ces banques doivent avoir un capital minimum de

1. Cf. Semaine financière du *Temps*, 9 février 1920 et 22 mars 1920.

2 millions de dollars. Elles contribuent à remédier aux difficultés nées de la crise actuelle des changes, d'abord, en venant en aide aux exportateurs américains par l'escompte d'effets sur l'étranger à plus de 90 jours, que partant les Fédéral réserve banks n'escompteraient pas, et par l'ouverture de crédits contre dépôt de valeurs étrangères; ensuite, en acquérant des valeurs mobilières étrangères. Dans ce but elles peuvent émettre des obligations pour un montant maximum égal à 10 fois leur capital. La Firs Fédéral banking Corporation a été créé au capital de 2.000.000 dollars ¹.

En somme, il est probable que les Américains consentiront aux anciens belligérants, soit officiellement, soit à titre privé, les crédits nécessaires à la reprise normale des transactions; c'est leur intérêt le plus certain. Mais il est non moins certain qu'ils ne le feront que si leurs débiteurs entreprennent résolument la restauration de leurs finances. Certains de leurs hommes d'Etat nous l'ont donné à comprendre, et fort nettement : « Une des grandes nations de l'Europe, déclarait récemment M. Houston, secrétaire du Trésor, qui pendant cinq ans a levé moins d'impôts que la Grande-Bretagne et les Etats-Unis n'en ont levé en une année, continue à avoir recours au système des emprunts et implore du secours, comme si nous étions disposés à jeter toutes nos ressources dans l'abîme.

1. Cf. art. cit. de M. Vallate.

Se basant sur ce que les Etats-Unis ont fait pendant la guerre, quelques puissances européennes se figurent que nous devrions résoudre tous leurs problèmes financiers. Nous avons beaucoup aidé l'Europe depuis la guerre : nous lui avons fourni des crédits s'élevant à 10 milliards de dollars, mais les emprunts gouvernementaux directs ont cessé, et nous nous bornons maintenant à tenir les engagements pris antérieurement. Il faut beaucoup de temps à certaines personnes à l'étranger pour s'en rendre compte. »

A nous de produire l'effort nécessaire pour ne point mériter de tels reproches et créer l'atmosphère de confiance qui seule nous procurera le crédit.

SUR LA VOIE DE L'ENTR'AIDE INTERNATIONALE. LA
PRÉPARATION DE LA CONFÉRENCE FINANCIÈRE DE
BRUXELLES.

En novembre 1919, des économistes et des financiers, de différentes nations, se réunissaient à Amsterdam pour étudier la question de l'entr'aide financière. Leur but était d'inviter les gouvernements à agir par la convocation d'une conférence internationale, de leur donner l'opinion de spécialistes sur les procédés à employer pour conjurer la crise du change et notamment sur les modalités de l'assistance à fournir aux anciens belligérants, assistance qui ne saurait leur être procurée sans conditions.

A la suite de cette conférence, le mémorandum suivant fut rédigé et remis en Janvier 1920 aux Gouvernements britannique, américain, français, danois, hollandais, norvégien, suédois, suisse :

Les soussignés agissant à titre personnel prennent la liberté de présenter à leur gouvernement une proposition tendant à ce que les gouvernements des pays principalement intéressés, soit les Etats-Unis, le Royaume Uni et les Dominions britanniques, la France, la Belgique, l'Italie, le Japon, l'Allemagne, l'Autriche, les pays neutres de l'Europe et les principaux pays exportateurs de l'Amérique du Sud, soient invités sans délai (la question étant des plus urgentes) à convoquer une conférence de représentants de la finance afin d'examiner la situation exposée brièvement ci-après et — dans le cas où il serait décidé qu'une assistance mutuelle est nécessaire et désirable — d'indiquer à qui et par qui cette assistance doit être donnée et à quelles conditions générales.

Les soussignés se permettent d'accompagner leur proposition des observations suivantes :

La guerre a imposé aux vainqueurs comme aux vaincus le problème de trouver les moyens d'arrêter et de combattre l'augmentation constante des émissions de papier et des dettes d'Etats, et l'augmentation constante des prix qui en découle. La réduction des consommations excessives et l'augmentation de la production et des impôts sont reconnues comme les remèdes les plus efficaces sinon les seuls. S'ils ne sont pas appliqués promptement il est à craindre que la dépréciation de l'argent ne continue, en faisant disparaître les ressources accumulées dans le passé et en étendant peu à peu, mais sans arrêt, la banqueroute et l'anarchie vers l'Europe.

Il ne peut y avoir d'avenir au point de vue social ou économique pour un pays dont la politique permanente est de couvrir ses besoins courants en augmentant sans cesse sa circulation fiduciaire et sa dette publique, sans augmenter en même temps ses ressources tangibles. En pratique, chaque pays devra faire l'objet d'une étude approfondie, en tenant compte des conditions et des besoins qui lui sont propres. Aucun pays cependant ne mérite du crédit et ne peut être considéré comme un débiteur solvable dont nous puissions admettre que les obligations aient une valeur réelle en formulant nos plans pour l'avenir, s'il ne veut ou ne peut pas ramener ses dépenses courantes au niveau de ses recettes provenant des impôts et autres revenus normaux. Ce principe doit être clairement indiqué aux peuples de tous les pays, autrement, il sera impossible de les faire sortir de leur rêve, de détruire leurs espoirs injustifiés et leurs illusions et de les amener à envisager la dure réalité.

Il est évident que l'Autriche et l'Allemagne devront supporter une charge plus lourde que leurs vainqueurs, et que, conformément au traité de paix, elles devront supporter les charges les plus lourdes qu'elles puissent assumer sans danger. Mais il faudra prendre garde que ces charges ne dépassent pas la limite des impôts extrêmes réellement possibles et qu'elles ne détruisent pas la puissance de production qui est la source même d'une taxation effective. Dans l'intérêt de leurs créanciers et dans l'intérêt du monde, dont l'avenir économique et social est en jeu, l'Allemagne et l'Autriche ne doivent pas être réduites à la faillite. Si, par exemple, après un examen approfondi, la Commission des Réparations trouve que, même avec le programme le plus dur d'impôts sur la propriété, le revenu, le commerce et la consommation, les sommes que ces pays pourront verser pour contribuer dès

maintenant aux dépenses courantes de leurs créanciers n'atteignant pas le montant des obligations stipulées actuellement, alors on pourrait attendre de la Commission des Réparations qu'elle décide que l'importance de la contribution annuelle soit réduite et proportionnée à leur solvabilité, même s'il était nécessaire pour cela de prolonger la durée des annuités.

Le poids de ce fardeau et la durée pendant laquelle il devra être supporté ne devront pas, cependant, dépasser certaines limites; il ne doit pas déterminer des conditions d'existence si dures que la volonté de payer une juste dette se transforme en désespoir et en révolte.

Il est également vrai que parmi les victorieux, il en est dont les conditions économiques sont extrêmement graves et qui devront atteindre la limite de leur capacité d'impôts. Il semble donc aux soussignés que la situation de ces pays devrait être examinée avec la même idée de maintenir les impôts dans des limites qu'ils puissent supporter sans aboutir au chaos financier et au désordre social.

La balance des dettes mondiales a été faussée et leur poids trop lourd pèse d'un seul côté. N'est-il pas nécessaire de débarrasser le bilan mondial de certains éléments fictifs qui le gonflent et qui peuvent provoquer la crainte ou le désespoir des uns et le désintéressement des autres ?

Est-ce qu'une réduction de ce bilan mondial ne serait pas le premier pas vers la guérison ?

Lorsque les dépenses des différents pays d'Europe auront été ramenées dans les limites de leur capacité d'impôts (ce qui devrait être la première condition pour qu'on leur accorde une aide nouvelle) et lorsque le fardeau des dettes entre les nations aura été ramené à une limite supportable, il faudra étudier les moyens de leur fournir les fonds de roulement

nécessaires pour qu'ils puissent reprendre leurs importations, rouvrir le cycle de leurs échanges commerciaux, rétablir leur capacité productive et réorganiser leur système monétaire.

Les signataires estiment que si beaucoup peut être fait par l'intermédiaire normal des banques, le montant du fonds de roulement nécessaire est trop important et doit être fourni trop rapidement pour que ce moyen soit suffisant. Ils estiment, en conséquence, qu'un programme plus vaste est nécessaire. Il n'est pas question de n'assister qu'un seul pays, ni même qu'un seul groupement des pays alliés pendant la guerre. Les intérêts de toute l'Europe et même ceux du monde entier sont en jeu.

Nous n'avons pas l'intention de suggérer en détail le mode suivant lequel cette opération internationale dans l'ouverture des crédits pourrait être assurée, mais nous nous permettons de faire les observations suivantes :

1° La plus grande partie des fonds doit être nécessairement fournie par les pays dont la balance commerciale et les changes sont favorables.

2° Des crédits étrangers à long terme, tels qu'ils sont envisagés, ici ne sont désirables que pour autant qu'ils sont absolument nécessaires pour rétablir les moyens de production. Ces crédits ne doivent pas remplacer les efforts et les sacrifices que chaque pays doit faire et qui seuls lui permettront de résoudre ses problèmes particuliers. C'est seulement par des conditions économiques réelles, pesant lourdement, comme il convient, sur chaque individu, que l'équilibre peut être rétabli.

3° Pour cette raison et aussi en raison des grandes demandes de capitaux, pour leurs besoins intérieurs dans les pays prêteurs eux-mêmes, les crédits accordés devraient être réduits au minimum absolument nécessaire.

4° L'assistance devra être donnée autant que possible sous une forme qui laisse le commerce national et international libre de tout contrôle restrictif de la part des gouvernements.

5° Tout programme devrait favoriser dans la plus large mesure possible l'ouverture de crédits et le développement du commerce par des moyens normaux.

6° Dans la mesure où il sera possible d'émettre des emprunts publics dans les pays prêteurs, ces emprunts devront être émis à des conditions attrayantes pour l'épargne réelle des particuliers; autrement l'inflation en serait augmentée.

7° Les pays emprunteurs auraient à fournir les meilleurs garanties possibles. A cet effet, il devrait être entendu que :

a) ces emprunts passeraient avant toutes les autres dettes soit dettes intérieures, paiements pour les réparations, ou dettes entre les gouvernements interalliés.

b) des sûretés spéciales devraient être affectées par les pays emprunteurs à la garantie du paiement des intérêts et de l'amortissement. La nature de ces sûretés pourra varier d'un pays à l'autre, mais, en ce qui concerne l'Allemagne et les nouveaux Etats, ces sûretés devront être constituées par une délégation sur les droits d'importation et d'exportation payables en or, et, en ce qui concerne les Etats ayant à recevoir des paiements de l'Allemagne, elles devront constituer une première charge sur ces paiements.

Les perspectives actuelles sont sombres, il n'y a pas actuellement de plus grande tâche pour nous que de rechercher les moyens de ramener un peu d'espoir dans l'esprit des peuples. Rétablir le goût du travail et de l'épargne, encourager l'effort individuel intense, donner à chacun la possibilité de jouir raisonnablement du fruit de son travail, telle doit être la tâche à laquelle doit coopérer l'élite de chaque pays.

C'est seulement si nous reconnaissons que le moment est venu pour tous les pays de s'aider les uns les autres que nous pouvons espérer créer une atmosphère dans laquelle il sera possible d'entrevoir le retour à des conditions normales et la fin de nos maux actuels.

Pour conclure les signataires désirent exprimer de nouveau leur conviction que ces questions présentent une très grave urgence, sous le rapport du temps. Chaque mois qui passe aggraverait le problème et rendrait sa solution éventuelle de plus en plus difficile. Toutes les informations dont ils disposent les convainquent que des jours très critiques pour l'Europe sont imminents et qu'il n'y a pas de temps à perdre pour éviter des catastrophes.

Le 15 Janvier 1920.

Dans sa réponse à ce mémoire, M. Chamberlain, chancelier de l'Echiquier, déclarait qu'il serait désastreux de poursuivre les émissions de papier-monnaie et que le gouvernement britannique se refuserait « à garantir toute nouvelle avance aux autres gouvernements dans le cas où ces avances constitueraient de nouveaux emprunts pour ces pays¹ » M. Chamberlain estimait nécessaire et légitime que certaines conditions fussent imposées aux pays qui bénéficieraient de crédits en vue de garantir leur solvabilité.

A la suite de la remise aux Gouvernements de ce mémorandum, le Gouvernement britannique ayant

1. *Journal des Débats*, Revue financière, 16 février 1920. M. Chamberlain voulait déclarer que les avances ne devaient pas servir à équilibrer les budgets des états emprunteurs, mais à la reconstitution de l'activité économique.

« annoncé publiquement qu'il consentirait à participer à une Conférence financière internationale ayant pour objet d'étudier la crise mondiale du change et la situation financière générale, si cette conférence était convoquée par un Etat neutre ou par la Société des Nations », le Conseil de la Société, siégeant à Londres les 11 et 12 février, prit l'initiative de la convocation d'une Conférence internationale « en vue d'étudier la crise financière et de chercher les moyens d'en conjurer ou d'en atténuer les dangereuses conséquences ¹. »

Au mois de mars 1920, les représentants des Gouvernements anglais, italien, et français réunis à Londres, rédigeaient un mémorandum économique, en prenant pour bases les conclusions du mémoire ci-dessus rapporté ². Par là les Gouvernements alliés précisaient la thèse qu'ils s'engageaient à soutenir devant la Conférence financière internationale.

Pour l'étude des problèmes qui devaient être débattus à la conférence, le Conseil de la Société des Nations estimait indispensable que la situation financière de l'Allemagne fût nettement établie « tant au point de vue de ses ressources qu'au point de vue de sa

1. Rapport de M. Léon Bougeois sur la Conférence financière internationale.

2. « Au fond, les deux documents ne sont qu'une seule et même chose, mais tandis que l'un avait seulement le caractère d'une suggestion privée, l'autre devient un programme officiel sur lequel trois des principaux adhérents à la Conférence internationale se sont préalablement mis d'accord. » (*Le Pour et le Contre*, 21 mars 1920).

dette, telle qu'elle résulte du Traité de Versailles. » D'après les clauses de ce Traité, (art. 233 et 234), le montant des sommes mises à la charge de l'Allemagne pour réparation des dommages sera fixé par une commission interalliée, la Commission des réparations, qui notifiera le 1^{er} mai 1921, au plus tard, au gouvernement allemand le montant représentant le total de ses obligations. La commission « établira concurremment un état de paiement en prévoyant les époques et les modalités de l'acquittement par l'Allemagne de l'intégralité de sa dette dans une période de trente ans, à dater du 1^{er} mai 1921. (Art. 233). »

Pour permettre aux Puissances alliées et associées d'entreprendre sans retard le relèvement de leur vie industrielle et économique, l'Allemagne s'est engagée à leur remettre, pendant les années 1919, 1920 et les quatre premiers mois de 1921, vingt milliards de marks-or (en or, en marchandises, en navires, en valeurs ou autrement), à valoir sur le montant total qui lui sera notifié (art. 235).

On conçoit aisément que la question du crédit international ne puisse être résolue sans données précises sur les obligations de l'Allemagne. Pour travailler et produire, celle-ci a besoin d'obtenir des crédits étrangers; or, les Neutres ou les Etats-Unis voudront, avant d'en consentir, être renseignés exactement sur la quotité et les modalités des charges que doit assumer leur débiteur éventuel. Pas davantage, un pays

comme la France, dont tout l'édifice budgétaire repose sur le paiement exact d'énormes indemnités de guerre, ne trouvera de prêteurs qui n'exigent d'examiner préalablement le montant et la qualité de sa créance. En conséquence, le Conseil de la Société demandait à être saisi « de décisions fermes des Alliés, aussi bien en ce qui concerne l'indemnité allemande et ses modalités de paiement qu'en ce qui touche la situation actuelle de l'Allemagne, placée de par le Traité, sous la tutelle financière de la Commission des Réparations. »¹

La Conférence financière internationale devait se réunir à Bruxelles le 23 juillet 1920. Mais les échecs successifs des pourparlers entre Alliés sur la question de l'indemnité allemande ont entraîné l'ajournement de la Conférence et un remaniement du programme de ses travaux.

Deux conceptions se sont heurtées. Les uns, estimant qu'il fallait aller au plus pressé et rétablir promptement le crédit international pour mettre un terme au désarroi de la production mondiale, demandaient que fussent réglés définitivement le montant et les modalités de la dette allemande. Les autres, considérant qu'il importait avant tout d'imposer à l'Allemagne une stricte et minutieuse réparation de tous dommages dont elle était coupable, estimaient préférable qu'on s'en tint à la lettre du Traité de Versailles

1. Rapport de M. Léon Bourgeois.

et qu'on laissât la Commission des réparations poursuivre ses enquêtes et ses travaux jusqu'au 1^{er} mai 1921. Enfin un autre obstacle à l'entente entre alliés surgit quand fut abordée la question de la répartition de l'indemnité allemande.

Avant d'aller plus loin, nous voulons rapporter ici le résultat des travaux de la sixième Conférence Internationale du Commerce; qui, dans sa session du mois de mai 1920, à Paris, étudia les moyens propres à résoudre la crise des changes et donna une formule pour l'utilisation des bons-or que l'Allemagne devait remettre par anticipation.

Cette conférence, qui s'était réunie pour la première fois en juin 1914 à Bruxelles, est composée, d'après ses statuts, « en majorité de parlementaires et d'hommes d'Etat dont l'élément prédominant doit assurer à la conférence son caractère propre » et, d'autre part, « facultativement, de notabilités du monde judiciaire, de l'économie politique, du commerce et de l'industrie » Elle a fondé l'Institut International du Commerce qui fonctionne à Bruxelles et rassemble tous documents relatifs à la législation commerciale, à la statistique aux traités entre Etats¹.

Voici les résolutions relatives au change, préparées par M. Décamps, délégué français, et adoptées par la Conférence :

1. Cf. *Le Temps*, 4 mai 1920.

1° La Conférence parlementaire internationale du commerce invite les gouvernements alliés à instituer un Comité international qui serait chargé d'étudier la question du change, du capital, des crédits, des transports, de l'approvisionnement et des conditions de travail dans tous les pays. Il est nécessaire que les représentants des Etats alliés, associés et neutres fassent partie du comité, afin d'arriver à un accord international relatif aux dettes des Alliés et des Etats centraux, et d'adopter les méthodes les plus pratiques afin de remédier aux difficultés existantes.

2° La Conférence parlementaire internationale du commerce considère comme un devoir impérieux pour elle d'engager instamment les Etats, indépendamment des dispositions à adopter par chacun d'eux dans sa sphère propre et visant principalement :

l'économie des dépenses;

l'augmentation de la production;

la consolidation et l'amélioration du régime des finances publiques avec la normalisation de la circulation fiduciaire;

l'appropriation aux temps nouveaux de l'outillage économique et spécialement des voies de transport;

la pratique d'une politique économique vaillante et sage, ayant pour point de mire non de primer ou d'absorber, mais de seconder les énergies vivantes vraiment créatrices de la richesse dans la société;

« A prendre d'urgence des mesures concertées en vue de conjurer topiquement, autant que possible dans le domaine immédiat des transactions internationales, la crise du change qui affecte si gravement la vitalité économique des pays à change déprécié, qui met en péril le commerce des pays à change surélevé, et qui tend incessamment dans le monde en reconstruction à contrecarrer et à stériliser les meilleures

initiatives, à semer les ruines et à déterminer les plus profondes perturbations sociales;

D'autre part considérant que les indemnités de réparations que doit payer l'Allemagne, aux termes du Traité de Versailles, pourront servir de base et de garantie aux opérations internationales de règlement auxquelles donneront lieu des achats effectués à l'étranger par les pays ayant subi les dommages;

Considérant que la mobilisation de ces indemnités sous la forme de monnaie internationale aggraverait l'inflation générale et par là contribuerait à aggraver la charge déjà lourde des réparations;

Considérant que les mêmes inconvénients se produiraient si cette mobilisation était faite par l'entremise des banques d'émission à qui seraient remis en gages, directement ou indirectement, les titres représentatifs de la créance allemande.

Qu'il est contraire à une saine politique monétaire d'émettre des billets de banque sur des garanties constituant des immobilisations;

Considérant qu'en l'état actuel de surabondance des disponibilités et étant donné le caractère et la nature des valeurs à mobiliser, c'est sur le marché des valeurs que doit avoir lieu cette mobilisation,

Emet le vœu :

Qu'il ne soit porté aucune atteinte aux réparations stipulées par le traité de Versailles;

Que la Commission des réparations soit invitée à procéder à l'allocation des bons-or entre les pays ayant subi des dommages, et que les nations signataires du traité facilitent les avances sur ces bons autant que possible;

Que les nations signataires du Traité et celles non signataires qui ont adhéré ou adhéreront à la Société des Nations facilitent le placement et la négociation de ces bons-or sur leurs marchés respectifs. »

La Conférence dissipait ainsi « des illusions dont la propagation serait funeste » quant à la possibilité d'accroître la circulation fiduciaire en lui donnant pour base les bons que remettra l'Allemagne en garantie de sa dette. Ces bons ne constituent pas un actif liquide, immédiatement réalisable et permettant de gager une circulation de billets. Pour en tirer parti, il faut les négocier ou les faire escompter sur le marché international. Mais nous retrouvons toujours la même difficulté : acheteurs et escompteurs de ces bons voudront être fixés préalablement sur la qualité de la créance qu'ils mettront en portefeuille, et ne consentiront jamais à faire confiance à « la signature d'un débiteur dont la dette pourrait être accrue dans des proportions inconnues, non par sa propre volonté, mais par la volonté d'autrui ! »¹

Il fallait donc que les gouvernements alliés se missent au travail pour fournir au Conseil de la Société des Nations les renseignements indispensables. Ils décidèrent qu'avant la conférence de Bruxelles une conférence réunirait à Spa tous les anciens belligérants, en vue de préciser les conditions d'application du Traité et, notamment, d'examiner la question des réparations. Ils allaient donc chercher à se mettre d'accord pour apporter à Spa des propositions précises et y opposer un front unique aux délégués allemands

1. *Le Pour et le Contre*, 27 juin 1920.

Les 15 et 16 mai 1920, MM. Lloyd George et Mille-
rand se rencontrèrent à Hythe et, bien que les com-
muni-qués publiés eussent été assez évasifs sur la
teneur des conversations échangées, il est probable
qu'on y envisagea attentivement la solution du « for-
fait », que des chiffres furent mis en avant, sans que
le gouvernement français eût opposé une fin de non-
recevoir absolue à cette solution. Officiellement on fit
savoir que les gouvernements britannique et français
avaient reconnu d'intérêt général : 1^o « que la répara-
tion des dommages causés par la guerre soit assurée
dans le moindre délai, et qu'à cet effet les ressources
nécessaires soient rendues effectives le plus tôt pos-
sible » ; 2^o qu'il était urgent « d'aboutir à un règlement
embrassant l'ensemble des charges internationales
légüées par la guerre et d'assurer parallèlement l'apu-
rément des dettes de guerre des pays alliés et des dettes
de réparation des Empires centraux » ; 3^o qu'il était éga-
lement urgent « de procéder à la fixation du montant
minimum de la dette de l'Allemagne qui soit à la
fois acceptable par les Alliés et compatible avec la
capacité de paiement de celle-ci », des experts finan-
ciers devant procéder à la fixation de ce montant.
Ce troisième point, où l'on semblait abandonner les
principes du Traité de Versailles, provoqua la démis-
sion du président de la Commission des Réparations,
M. R. Poincaré. L'opinion française fut à peu près
unanime à réclamer l'application stricte de la lettre

du Traité, et, tant au Parlement que dans la Presse, se prononça contre le forfait.

Une nouvelle conférence se tint à Boulogne, à la fin du mois de juin, pour reprendre et poursuivre les pourparlers, ébauchés à Hythe, sur la question du montant des indemnités; en outre, la conférence de Boulogne devait aborder la délicate question de la répartition de l'indemnité allemande. Par là, les représentants du Conseil suprême et ceux de la Belgique furent amenés à y prendre part. La deuxième question fut presque uniquement envisagée et l'on ne parvint pas à se mettre d'accord.

Pour tenter un suprême effort avant Spa, on se réunit une dernière fois à Bruxelles, les 2 et 3 juillet. On aboutit à un accord pour exiger à Spa : 1^o le désarmement de l'Allemagne, 2^o la livraison par elle de 3 millions de tonnes de charbon par mois. Quant à la fixation de l'indemnité et, plus encore, sa répartition, elles provoquèrent d'âpres discussions, sans qu'en résultât une entente.

La conférence de Spa s'ouvrit le 5 juillet. Y étaient représentés : la Grande-Bretagne, la France, l'Italie, la Belgique et le Japon, d'une part, et l'Allemagne d'autre part. Elle devait examiner : 1^o la question du désarmement, 2^o la question de la livraison du charbon, 3^o la question des réparations. Les deux premières seules reçurent une solution. La troisième n'y aurait même pas été abordée. « Aucun chiffre n'a été prononcé

ni suggéré à Spa, en ce qui concerne les réparations ni par les Allemands, ni par les Alliés, a déclaré M. le Ministre des Finances au Sénat. Il n'y a actuellement en ce qui concerne la fixation d'un chiffre, aucun accord ni signé, ni amorcé, entre les Alliés et les Allemands. Il y a le Traité de Versailles, mais ce Traité ne donne pas de chiffres. Je ne crois pas qu'il soit utile d'instituer sur ce point un débat ou une controverse. Le peuple français tout entier, le Parlement et le Gouvernement sont unanimes : Il faut faire payer à l'agresseur les destructions sauvages et, dans certains cas, stupides, dont il s'est rendu coupable. Il ne peut y avoir là-dessus aucune discussion. » La conférence de Spa se borna à renvoyer l'examen de ce problème à une commission mixte, comprenant des délégués allemands, qui examinerait les propositions de nos anciens ennemis.

Toutefois, à Spa, un accord entre Alliés fut conclu pour la répartition de l'indemnité sur les bases suivantes : 22 % à l'Empire britannique, 52 % à la France, 8 % à la Belgique, 10 % à l'Italie, 0,75 % au Japon, 0,75 % au Portugal; les 6.5 % restants sont réservés pour la Grèce, la Roumanie, l'Etat Serbe-Croate-Slovène et les autres puissances ayant droit aux réparations et non signataires de cette convention.

L'échec de la conférence de Spa sur la question si importante des réparations amena l'ajournement de la Conférence financière Internationale de Bruxelles.

Le 18 juillet, le Secrétariat général de la Société adressait aux Gouvernements des Puissances, membres de la Société, la note suivante :

Le secrétariat général de la Société des Nations a eu l'honneur de faire connaître au Gouvernement, le 25 juin dernier, que la conférence internationale, convoquée en vue d'étudier la crise financière et de rechercher les moyens d'en conjurer ou d'en atténuer les dangereuses conséquences, tiendrait sa première séance à Bruxelles le 23 juillet 1920. Il lui communiquait en même temps copie de la lettre de M. Léon Bourgeois, en vertu du mandat qui lui avait été conféré par le Conseil de la Société des Nations, adressée au Conseil Suprême. Dans cette lettre, M. Léon Bourgeois indiquait qu'il était nécessaire d'obtenir, avant la réunion de la conférence, aussi bien de la Commission des Réparations que des Gouvernements alliés, la communication des décisions qui auraient été prises par eux, tant en ce qui concerne l'indemnité allemande que ses modalités de paiement et que les négociations établies en vue du rétablissement économique et financier du monde ne pourraient se poursuivre si les obligations de l'Allemagne et de ses Alliés n'étaient nettement et préalablement déterminées.

Or, le 16 courant, M. Delacroix, président du Conseil suprême, a adressé de Spa, au président du Conseil de la Société des nations, le télégramme suivant :

« La Conférence de Spa, se référant aux décisions prises à Londres, au mois de février, par lesquelles le Conseil de la Société des Nations a convoqué la conférence financière de Bruxelles, et la conférence ne paraissant pas avoir tous les éléments nécessaires pour parvenir aux résultats en vue desquels elle a été convoquée, prie la Société des nations de

renvoyer la convocation de la conférence susmentionnée après le 15 septembre. »

Considérant, d'une part, que les conditions dans lesquelles la Conférence de Bruxelles devait être appelée à délibérer ne se trouvent pas encore réalisées, mais, d'autre part, que le Conseil Suprême a convoqué à Genève, à bref délai, une nouvelle réunion où doivent être examinées les questions touchant l'indemnité allemande, et que, par les termes mêmes de la dépêche de M. Delacroix, elle s'engage vis-à-vis du Conseil de la Société à lui fournir, avant le 15 septembre, les éléments nécessaires pour que la conférence financière, puisse délibérer utilement, il y a lieu d'accueillir la demande du Conseil suprême et d'ajourner la conférence jusqu'à la deuxième quinzaine de septembre,

Dans ces conditions, le secrétariat général prie le gouvernement de suspendre dans un délai assez court l'envoi de ses délégués à Bruxelles; la date définitive sera fixée par le Conseil à la réunion qui se tiendra le 30 juillet à Saint-Sébastien. »

Le Conseil de la Société, siégeant à St-Sébastien, décida que la conférence de Bruxelles tiendrait sa première séance le 24 septembre. Il décidait que la conférence se réunirait même si la question de l'indemnité allemande n'était pas réglée, que, dans ce cas, il demanderait à M. Ador, président de la Conférence, de ne pas permettre la discussion de questions qui doivent faire l'objet de négociations entre les Alliés et l'Allemagne.

Quant à la Conférence de Genève qui devait enfin permettre de fixer le montant de la dette allemande

et ses modalités, elle n'a pas encore eu lieu. La France fit savoir qu'elle se refusait à y prendre part, qu'elle s'en tenait au Traité et considérait la Commission des Réparations comme seule compétente pour recevoir les offres de l'Allemagne. La Grande-Bretagne et les autres gouvernements demandaient au contraire qu'on se décidât à régler la question des réparations. Les deux points de vue sont aisément défendables : est-il donc impossible de trouver un compromis ? Sans doute, une décision ferme en cette matière permettrait de hâter la reconstruction économique de l'Europe, le temps presse et plus d'un expert redoute un effondrement financier général ; les avantages du « forfait » vaudraient bien, il est incontestable, quelques concessions. Mais il ne faut pas oublier que la France a subi un préjudice immense, qu'elle compte sur une juste réparation pour échapper personnellement à un désastre financier, que l'égoïsme de ses anciens alliés ne lui permet guère d'espérer qu'ils lui viendraient largement en aide, si le chiffre fixé était par trop bas, et l'on comprend qu'elle hésite à accepter un forfait, quand on entend le ministre des Finances allemand déclarer à la presse allemande qu'on « ne pourrait fixer actuellement, comme montant de l'indemnité, qu'un chiffre à ce point minime que sa révélation aux peuples de l'Entente causerait la plus amère désillusion ¹. »

1. Cité par *Le Pour et le Contre*, 25 juillet 1920.

C'est dans ces conditions que vient de s'ouvrir à Bruxelles, le 24 septembre, la Conférence financière Internationale. Vingt-cinq Etats, membres de la Société des Nations y prennent part, ainsi que l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, et la Bulgarie; les Etats-Unis, participent également aux travaux de la Conférence; la Finlande, le Luxembourg, l'Estonie, la Lettonie et la Lithuanie ont été invités à suivre les débats. Il a formellement été convenu, et M. Ador l'a rappelé dans son discours d'ouverture, que le seul objet des débats serait l'étude des questions financières, qu'on ne pourrait faire venir en discussion d'autres questions d'ordre économique et encore moins les traités signés entre nations. Cette diminution du rôle de la Conférence a suscité des doutes sur son utilité pratique et ses travaux semblent revêtir, de ce fait, un caractère purement académique.

Il sera bon cependant que, dans une grande réunion internationale, soient discutés, établis et proclamés les principes qui seuls permettront de revenir à une saine situation financière internationale. A cet effet, la Conférence envisagera tous les problèmes relatifs à l'inflation, aux changes et aux crédits internationaux. Le Conseil de la Société des Nations a demandé à cinq économistes, pris parmi les plus universellement estimés, de rédiger un rapport sur ces questions¹, ce

1. Cf. Annexes.

sont MM. G. Bruins, Gustave Cassel, Ch. Gide, M. Pantaleoni et A. Pigou, et il est certain que la Conférence ainsi guidée détruira définitivement certains rêves, certaines illusions, séduisants peut-être, qui semblent d'une application aisée, dangereux par leur simplicité apparente et qui aboutiraient à une nouvelle aggravation de la situation.

Quelques économistes envisagent la création d'un billet international. « Pour mettre au mécanisme des échanges internationaux le régulateur destiné à remplacer le gold-point, pour éviter la catastrophe que l'impossibilité d'échanger les instruments de crédit contre de l'or, et d'envoyer cet or d'un pays à l'autre, menace d'entraîner pour le monde, l'idée la plus simple qui se présente serait d'imiter, dans le domaine international, ce que chaque Etat a fait sur son propre territoire. Les divers gouvernements décideraient ainsi qu'un certain « papier de crédit », véritable billet de banque international, aurait cours légal dans les différents pays, devrait être obligatoirement accepté pour la quantité de francs en France, de livres sterlings en Angleterre, de dollars aux Etats-Unis, de marks en Allemagne, qui serait indiquée sur le dit billet. La faculté de régler une dette en billets de banque français, même si on ne s'en sert pas effectivement, donne une valeur identique à un crédit de trois mille francs à Nancy et à Bordeaux; ainsi la faculté de recourir au billet de banque international

donnerait la même valeur à un crédit de trois mille francs à Paris et à un crédit du nombre correspondant de sterlings à Londres¹. »

Il est peu probable que les Etats acceptent une telle circulation fiduciaire internationale. Nous avons essayé de montrer, dans notre première partie, comment le mécanisme du change, que l'on voudrait abolir, maintient l'autonomie des marchés monétaires correspondant aux circulations fiduciaires distinctes.

Sans doute, fait-on remarquer, les choses se passent très simplement à l'intérieur d'un Etat. Si j'ai contracté une dette de trois mille francs, il y a dix ans, je puis me libérer, aujourd'hui, en remettant dix billets de banque de mille francs à mon créancier. Mais l'identité de mots et de chiffres désigne des valeurs absolument différentes. En fait, mon créancier est lésé². C'est pourquoi, l'Anglais créancier de livres, l'Américain de dollars, ne voulant pas être dupes de similitudes purement verbales, n'accepteront pas un paiement où il est fait abstraction des variations de la valeur du franc-papier.

Les facilités avec lesquelles les virements en banque permettent de régler les transactions commerciales ont engendré l'espoir d'une économie nouvelle où la

1. J. Corréard (Probus), *Des finances modernes pour vivre; l'organisation internationale des changes et les emprunts aux banques*, p. 19.

2. Cf. H. Truchy, *op. cit.* p. 435 et suiv.

monnaie ne jouerait plus aucun rôle¹. Certes, il est bon de réduire le plus possible la quantité d'or utilisé comme moyen de paiement. Mais l'or demeure appelé à jouer un autre rôle essentiel, dans lequel aucun jeu d'écritures, aucune convention ne pourront le suppléer, celui d'étalon des valeurs.

Il serait dangereux de s'abandonner à des illusions sur les résultats qu'on obtiendrait ainsi et de détourner l'attention des gouvernements des véritables buts qu'ils doivent se proposer, la restauration de la production, et le retour progressif à une situation monétaire saine et normale. Nous croyons qu'il n'est point d'autre voie de salut.

1. Cf. G. Vissering, *Problèmes internationaux, économiques et financiers*. L'auteur conseille l'adoption d'une monnaie de compte internationale et le règlement des opérations entre pays par un Institut de comptabilité. Mais dans ce système les pays à change déprécié se trouveraient toujours en présence de grosses difficultés pour déterminer le rapport de leur unité monétaire à la monnaie de compte, rapport qui connaîtrait les mêmes variations que le change dans le système actuel.

ANNEXE I ¹

RAPPORT DE M, LÉON BOURGEOIS

sur

LA CONFÉRENCE FINANCIÈRE INTERNATIONALE

adopté par la Société des Nations.

Au cours de la session tenue à Londres, au mois d'avril dernier sous la présidence de Son Excellence M. Balfour, par le Conseil de la Société des Nations, ce Conseil a été informé que le Gouvernement Britannique avait annoncé publiquement qu'il consentirait à participer à une Conférence financière internationale, ayant pour objet d'étudier la crise mondiale du change et la situation financière générale, si cette Conférence était convoquée par un Etat neutre ou par la Société des Nations. Le Conseil, invité à en délibérer, décida de prendre l'initiative de la convocation d'une Conférence internationale, ayant pour objet l'étude des questions ci-dessus indiquées. Il prit à cet effet la délibération suivante :

1. Ces documents ont été publiés par l'*Europe Nouvelle*, 6 juin et 5 septembre 1920.

Article premier. — « La Société des Nations convoquera une Conférence internationale en vue d'étudier la crise financière et de chercher les moyens d'en conjurer ou d'en atténuer les dangereuses conséquences. »

Article 2. — « Une Commission, composée de membres du Conseil, nommés par le Président, est chargée de convoquer les Etats les plus autorisés à cette Conférence, qui sera tenue dans le plus bref délai. »

* * *

En exécution de cette décision, un Comité d'organisation nommé par le Secrétariat, fut chargé de la préparation de la Conférence. Il décida que celle-ci aurait lieu à Bruxelles, vers le milieu du mois de mai;

Que les pays suivants seraient invités à y envoyer leurs délégués :

Afrique du Sud,	Italie,
Argentine,	Japon,
Australie,	Norvège
Belgique,	Nouvelle-Zélande,
Brésil,	Pologne,
Canada,	Portugal,
Chili,	Roumanie,
Danemark,	Royaume-Uni,
Espagne,	Serbe-Croate-Slovène (Etat),
France,	Suède,
Grèce,	Suisse,
Hollande,	Tchéco-Slovaquie.
Indes,	

Quels autres Etats membres de la Société seraient invités

à envoyer au Conseil, le plus tôt possible, les propositions qu'ils désireraient voir étudier par la Conférence;

Que le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique recevrait communication de l'initiative prise par le Conseil de la Société et serait prié de se faire représenter ou d'associer les Etats-Unis à ses travaux;

Enfin, que les Etats non compris dans la liste ci-dessus pourraient être invités à communiquer à la Conférence des renseignements sur leur situation financière et économique, le Conseil se réservant de décider dans quelles conditions ces pays pourraient être entendus.

A sa session tenue à Paris, les 12 et 13 mars, le Conseil de la Société fut mis au courant des décisions ci-dessus prises et autorisa l'envoi des lettres d'invitation préparées par le Secrétariat Général et qui furent expédiées le 8 avril, en conformité de ces décisions.

Il y a lieu, pour le Conseil, au cours de sa session de Rome, d'arrêter le programme général. Un projet d'ordre du jour a été préparé par le Comité d'organisation, d'accord avec le Secrétaire Général.

Ce projet comportait les points suivants :

- 1^o Ouverture des travaux par le Président;
- 2^o Adoption des règles de procédure;
- 3^o Désignation d'un Comité d'organisation;
- 4^o Communication par le Président des décisions des Alliés sur : *a*) la question des réparations; *b*) la question des dettes de guerre;
- 5^o Présentation des communications écrites de chaque pays exposant la situation de : *a*) la dette extérieure; *b*) les finances publiques (comprenant impôts, monnaie en circulation, emprunts internationaux); *c*) commerce extérieur (comprenant le change, le crédit, les restrictions d'importa-

tion, le contrôle du change, et la politique actuelle de chaque Gouvernement, relativement à ces questions.

6° Discussion au sujet de la politique financière intérieure comprenant impôts, dette intérieure, monnaie en circulation et régularisation du change.

7° Discussion au sujet de la restauration de la balance commerciale, comprenant les effets produits par la dépréciation des changes, les restrictions d'importation, la politique d'exportation, les conditions économiques de renaissance (c'est-à-dire transports, charbon, ravitaillement et matières premières) et les facilités de crédit extérieur.

8° Rapport de la Conférence au Conseil de la Société des Nations.

*
* * *

On remarquera que dans cet ordre du jour, sont prévues les communications à obtenir des Gouvernements alliés sur la question des réparations et des dettes de guerre. Il paraît, en effet évident que toute étude de la situation financière internationale suppose celle de l'Allemagne, tant au point de vue de ses ressources qu'au point de vue de sa dette, telle qu'elle résulte du traité de Versailles.

Sur ce point, il est indispensable de rappeler les pouvoirs que le Traité de Paix donne à la Commission des Réparations, constituée par les articles 233, 234 et par l'annexe 2 de la partie 8 et comprenant les représentants de l'Angleterre, de la Belgique, des Etats-Unis, de la France et de l'Italie.

C'est, d'après ces articles, la Commission des Réparations, qui fixera le montant de la dette allemande, étudiera les réclamations et établira les états de demandes, en prévoyant les époques et les modalités pour l'acquittement intégral,

dans une période de trente ans à dater du 1^{er} mai 1921. Elle n'est liée par aucune législation ni code particulier et ne doit être guidée que par la justice, l'équité et la bonne foi. Ses décisions sont exécutoires, mais elle ne pourra faire remise d'aucune somme sans l'autorisation des divers Gouvernements représentés à la Commission.

L'étendue de ses pouvoirs montre clairement qu'il est indispensable de connaître l'attitude que la Commission des Réparations compte prendre vis-à-vis de la Conférence internationale.

Votre Président a donc demandé à M. le Président de la Commission des Réparations de bien vouloir saisir celle ci et je crois savoir que la Commission des Réparations poursuit à ce sujet ses délibérations.

D'autre part, il était également indispensable de connaître la politique que comptent suivre les Gouvernements alliés au sujet de ce problème des réparations et il m'a paru nécessaire de demander au Conseil Suprême de donner à notre Conseil tous renseignements à ce sujet. J'ai demandé au Président du Conseil français que cette question fût étudiée par le Conseil Suprême.

Il résulte des termes de la déclaration de San Remo complétée, d'ailleurs, à la fois par les interviews données à San Remo même et par les exposés faits par les chefs des divers Gouvernements devant leurs Parlements respectifs que le Conseil Suprême a porté toute son attention sur les problèmes qui sont aujourd'hui posés devant nous.

Il résulte également de la déclaration de San Remo qu'une entrevue doit avoir lieu entre les représentants des Gouvernements alliés et le Chancelier de l'Empire d'Allemagne, au cours de laquelle des renseignements doivent être demandés à celui-ci sur la situation économique et financière du Reich.

*
* *
*

Mais cela est actuellement insuffisant. Pour que le Conseil de la Société des Nations puisse donner au Président de la Conférence de Bruxelles les renseignements et les instructions qui permettront à la Conférence de faire œuvre féconde et utile pour tous, il est indispensable que le Conseil de la Société soit saisi de décisions fermes des Alliés, aussi bien en ce qui concerne l'indemnité allemande et ses modalités de paiement qu'en ce qui touche la situation actuelle de l'Allemagne, placée, de par le Traité, sous la tutelle financière de la Commission des Réparations. C'est après avoir reçu notification de ces décisions et en avoir donné acte que le Conseil de la Société des Nations pourra en faire état devant la Conférence internationale.

Ce n'est que lorsque la situation aura été ainsi déterminée que la Conférence pourra envisager l'émission d'un emprunt international basé sur la mobilisation de l'indemnité allemande, qui paraît être la condition première de la reprise du crédit international.

Si le Conseil est d'avis d'adopter les conclusions de ce rapport, j'aurai l'honneur de lui demander de décider qu'il en sera adressé copie, tant au Président du Conseil Suprême qu'au Président de la Commission des Réparations et de solliciter d'eux une réponse qui nous permettra de donner au Président de la Conférence Internationale les instructions nécessaires à la conduite des travaux de cette Conférence.

ANNEXE II

Conférence de Bruxelles. — Rapports préliminaires

- 1° Rapport d'introduction;
- 2° Rapport présenté par l'expert français, M. Charles Gide;
- 3° Principaux passages du rapport présenté par M. Gustav Cassel.

1°) Rapport d'introduction des Experts en matière économique.

A la demande du Secrétaire Général de la Société des Nations, nous avons préparé des memoranda séparés sur la situation économique, en vue de la Conférence de Bruxelles. Nous avons été invités de plus à nous réunir et à présenter d'un commun accord des suggestions sur les points offrant une importance immédiate et pratique.

Ce dont l'Europe a le plus besoin, c'est de se remettre à travailler et à produire. Les recommandations suivantes tiennent naturellement compte de cette nécessité, et réciproquement leur réalisation est une condition très importante de la reprise économique.

I. — INFLATION

- 1° Il est essentiel que l'inflation du crédit et du papier-monnaie soit arrêtée partout le plus tôt possible.

2° A cet effet, les dépenses des gouvernements doivent être réduites, la gestion à perte des entreprises gouvernementales doit prendre fin; le versement de subsides pour l'achat de certaines marchandises et pour certains services doit être supprimé dans la mesure du possible et les dépenses militaires et navales doivent être réduites au strict nécessaire.

3° L'équilibre du budget des Etats doit être rétabli, et l'on ne doit plus recourir aux emprunts pour faire face aux besoins courants.

4° On doit éviter de maintenir artificiellement le taux de l'intérêt en banque à un chiffre peu élevé, qui ne corresponde pas à la rareté réelle des capitaux et que seule rend possible l'émission de nouveau papier-monnaie.

5° Les dettes flottantes doivent être consolidées aussitôt que possible.

II. — CHANGES

6° Le niveau des changes a une tendance à correspondre à la valeur relative de la circulation à l'intérieur des différents pays. On pourrait porter remède à la sérieuse dépréciation de certains changes, par rapport au pair, par :

a) La consolidation des dettes flottantes existant à l'extérieur sous forme de billets exportés;

b) Le rétablissement aussi rapide et aussi complet que possible des échanges commerciaux normaux entre les différents pays.

III. — CREDITS INTERNATIONAUX

7° L'ouverture de crédits (au moyen d'un emprunt international, d'un système de garanties offertes aux capitalistes privés, ou autrement) en faveur des pays actuellement dans

la gêne doit naturellement être subordonnée à une certaine garantie de priorité pour ces crédits, et à la cessation provisoire du paiement de toute autre créance, jusqu'à ce que ces crédits aient eu le temps d'exercer une influence sur la production.

8° L'ouverture de crédits devra avoir pour condition la garantie :

a) Que ces crédits ne seront utilisés que pour des entreprises garantissant un rendement immédiat, telles que la fourniture des moyens de subsistance nécessaires aux classes travailleuses ;

b) Que les pays emprunteurs feront tout leur possible pour coopérer à la restauration de la vie économique.

9° La capacité des capitalistes à consentir des crédits, dépendra dans une large mesure du rétablissement d'une paix véritable et du retour aux conditions normales du commerce international.

Signé : G. BRUINS, Gustav. CASSEL, Charles GIDE,
M. PANTALEONI, A.-C. PIGOU.

Paris, le 6 juillet 1920.

2° Rapport de M. Charles Gide.

Notes sur la situation financière et monétaire.

I. — L'INFLATION.

Il faut réduire l'inflation. Mais, à mon avis, les économistes, en général, et mes éminents collègues en particulier, sont un peu rigoureux sous ce rapport. L'inflation n'est pas une maladie

aussi grave que les économistes veulent bien le dire dans leur enseignement classique. La preuve en est que, si bien des pays en ont souffert, aucun n'en est mort, si l'on en croit l'histoire économique.

En ce qui concerne la France, on peut dire que, sans l'émission de papier-monnaie, il lui eût été impossible de sortir victorieuse de la guerre et de la poursuivre quatre années durant. Elle n'aurait pas pu, non plus, se procurer les 200 milliards qui lui ont été nécessaires.

Je pourrais même ajouter que l'élévation des prix qui a résulté de l'inflation a eu son utilité, et je maintiens que cette élévation a aidé effectivement les populations rurales et industrielles en leur permettant de supporter la continuation de la guerre, et en remontant le moral du pays — si j'ose employer ce mot en la circonstance.

En outre, le degré exact qu'a atteint l'inflation en France ainsi que sa répercussion sur les prix ont été exagérés.

Au moment de la guerre, la circulation monétaire de la France se répartissait ainsi :

1° 6 milliards en billets de banque (le maximum légal étant de 6 milliards 800 millions) ;

2° 4 milliards à peu près en or, ce qui fait un total de près de 10 milliards.

Aujourd'hui, il y a pour 38 milliards de billets de banque en circulation et l'or a complètement disparu (le public en a rapporté pour 2.600 millions à la Banque, et le reste a été thésaurisé).

La circulation monétaire s'est donc accrue dans la proportion de 100 à 380. C'est trop, sans aucun doute, mais cette augmentation paraîtra moins étonnante si l'on veut bien prendre garde aux considérations suivantes :

a) Que l'augmentation de la monnaie était, de toutes façons,

rendue nécessaire par l'augmentation des prix et par l'adoption de la règle, mise en vigueur depuis la guerre, du paiement en espèces — les transactions ne se faisant plus à crédit.

b) Qu'une part importante (impossible du reste à préciser) des 38 milliards a été thésaurisée, donc, n'est plus en circulation.

c) Que la Banque de France conserve une grosse réserve d'or (5.836 millions, dont 5.577 en or le 8 juillet 1920) qui, sur la base généralement admise pour la couverture en or des émissions, c'est-à-dire de 1 pour 3 serait suffisante pour une circulation fiduciaire de 17 à 18 milliards.

Je ne crois pas que la répercussion de l'inflation sur le prix de la vie soit aussi grande qu'on le suppose. L'examen des indices du prix de la vie dans différents pays (ceux que donne le professeur Bowley dans son memorandum, par exemple) montre que leur élévation ne correspond en aucune façon au montant de l'inflation : les indices les plus élevés sont atteints par l'Italie (445) et la Belgique (464) qui ne sont pas les pays où l'inflation est la plus forte. L'indice de la France n'est que de 378.

Voici du reste un fait qui vient confirmer ma thèse : en France, l'augmentation des prix s'est surtout affirmée depuis la fin de la guerre (206 en 1918; 378 en mai 1920), tandis que l'émission des billets n'a subi depuis lors qu'une légère augmentation (31 milliards à la fin de 1918, 37.274 millions à la fin de 1919 et 38.012 en juillet 1920). L'augmentation de la circulation n'a donc été que de 22 p. 100 en 1918 et de 2 p. 100 depuis la fin de 1919, tandis que la vie a augmenté de plus de 80 p. 100, Il n'y a donc aucune corrélation entre ces deux catégories de chiffres.

II. LA DÉFLATION.

Ceci ne signifie pas que je ne sois pas partisan de la réduction du montant des billets en circulation — le gouvernement français s'est déjà engagé à le faire par un arrangement précis avec la Banque de France. Cette diminution aura, à mon avis, un effet psychologique et moral. Elle donnera satisfaction aux critiques que nos Finances encourent à l'étranger; elle augmentera le crédit de la France et améliorera probablement le change du franc, mais pourtant :

a) Je ne pense pas que cette réduction produise beaucoup d'effet sur les prix. Seule, l'augmentation de la production peut améliorer ceux-ci.

b) Je crois que si cette réduction était très considérable et opérée brusquement, elle pourrait constituer un danger parce qu'elle produirait un effet désastreux. Je crois que la circulation fiduciaire de la France ne devra pas, dans l'avenir descendre au-dessous de 20 milliards.

A cet égard, je me range absolument à l'avis du Professeur Cassel (page 24 de son memorandum) où il est dit que « Les possibilités pratiques d'un programme de déflation sont assez restreintes, et la réalisation radicale de ce programme est, à la vérité, assez peu désirable ... Cette conclusion, à mon avis, s'applique particulièrement bien à la France.

III. L'ÉQUILIBRE DU BUDGET.

Pour moi, la plus urgente des nécessités est d'équilibrer le budget. Le gouvernement français — très tardivement, il est vrai — prend des dispositions en ce sens. Mais, là, encore, les critiques n'ont pas pris suffisamment en considération la

situation exceptionnelle qui nous a été créée par l'invasion.

C'est un désavantage dont n'ont eu à souffrir ni l'Angleterre ni les Etats-Unis. Mais en dépit du fait que les plus riches de nos régions industrielles sont encore en ruines à l'heure actuelle, le budget de 1920, qui vient d'être voté, prévoit pour 18 milliards de revenus. Avant la guerre, l'actif du budget n'était que de 5 milliards, il a donc augmenté dans la proportion de 100 à 360. Il est vrai que cette augmentation est inférieure à celle des budgets anglais et américains; mais l'Angleterre et l'Amérique n'ont pas subi des pertes de guerre comparables aux nôtres. En outre, le budget français devra être encore augmenté dans la suite, car il paraît certain que la malheureuse France sera obligée, en fin de compte, de payer de ses propres deniers une grande partie des réparations et des pensions que le traité de Versailles impose à l'Allemagne.

La Note des Economistes préconise, comme moyens d'équilibrer le budget, l'abolition des crédits et la réduction des dépenses militaires. Pour les crédits, cela ne fait pas question, mais, quant aux dépenses militaires, nous avons malheureusement de trop bonnes raisons de croire que la suggestion des Economistes échouera. Les dépenses de la France pour son armée de terre seront en 1920, de 5 milliards, tandis qu'elles n'étaient que de 1.200 millions en 1914 — ironique commentaire à « la guerre pour mettre fin à la guerre » ! — Mais ces dépenses militaires (celles de l'armée de mer comprises) ont augmenté encore bien davantage en Angleterre et aux Etats-Unis. Certes, il serait désirable que (comme je pense que le professeur Pigou le suggère dans son memorandum) le droit d'émettre un emprunt international soit conditionné par le désarmement de l'Etat emprunteur; mais il serait déplacé de la part des états prêteurs d'insister sur cette condition si eux-mêmes augmentent leurs dépenses militaires.

Le problème de l'augmentation de la production.

Une chose qui me paraît encore plus urgente que la déflation et l'équilibre du budget, si l'on veut rétablir la situation économique de l'Europe, c'est la bonne volonté du travailleur dans l'accomplissement de sa tâche et la recherche des moyens propres à assurer la coopération dans l'effort. Je n'ai vu aucune allusion à cela dans les memorandums et les notes qui m'ont été soumis. On a pensé, sans doute, que cette question n'était pas du ressort de la Conférence de Bruxelles, qui ne s'occupe que des questions financières, mais relevait plutôt du Bureau de l'Office international du Travail de Genève. Je ne le discuterai donc pas. On doit cependant noter que toutes les solutions économiques ou financières sont fonction de la reprise du travail en Europe, et que cette reprise ne se fera qu'autant qu'on donnera satisfaction aux aspirations de la classe ouvrière : aspirations qui sont difficiles à connaître, et que la classe ouvrière elle-même définit difficilement. Les travailleurs de tous les pays souffrent d'un malaise profond qui semble basé sur une erreur. On leur a tant assuré, durant la guerre, qu'ils allaient voir se lever l'aube d'un monde nouveau, qu'ils s'irritent naturellement de voir que rien n'est changé à cette heure — (hors les salaires dont l'augmentation ne suffit pas à compenser celle du prix de la vie) — et qu'il leur faut reprendre la même servitude qu'au-paravant. Pour guérir le travailleur de son dégoût pour l'ouvrage, il faut lui donner l'impression qu'il y a un changement dans le monde du travail.

IV — LES EMPRUNTS INTERNATIONAUX

En ce qui concerne les emprunts internationaux, il est probable que la solution eût été fort simple, si les Alliés s'en étaient avisés durant la guerre lorsque, en mai 1918, ils décidèrent de n'avoir plus qu'une seule armée sous un seul généralissime. Il n'aurait pas été difficile de les persuader alors de n'avoir plus qu'une seule bourse. (J'essayai de lancer cette suggestion dans la *Revue d'Economie Politique* de février 1918 sous le titre « Une Entente financière »). Cette entente aurait, en outre, été facilitée par le fait, qu'à ce moment, les changes dans les divers pays de l'Entente étaient à peu près au pair.

Malheureusement le moment favorable est passé et, aujourd'hui, les énormes variations des changes — (que l'entente financière aurait eu précisément comme résultat de prévenir) — et aussi certaines divergences dans le domaine politique, que je n'ai pas à examiner ici, ont rendu extrêmement difficiles la réalisation des emprunts internationaux. Le professeur Pigou met fort bien ces difficultés en lumière dans son memorandum.

Les desiderata économiques et financiers de l'opinion publique en France s'expriment dans un grand nombre de propositions, dont plusieurs sont réellement fantastiques. On peut, pourtant, résumer ainsi l'opinion dominante :

a) Les puissances de l'Entente doivent annuler leurs dettes réciproques. Cette thèse qui, finalement, a été exposée par le livre de M. Maynard Keynes, avait déjà été esquissée en France, mais avec toute la discrétion qu'exigeait la situation. En effet, c'est la France qui aurait été la grande bénéficiaire d'un paiement des indemnités dues par l'Allemagne, et, d'un arrangement qui lésait surtout les Etats-Unis.

b) Les puissances de l'Entente doivent... permettre (en conformité avec le traité de Versailles) l'émission de bons représentatifs des dettes de l'Allemagne. Ces bons seront distribués aux états dévastés au prorata de leurs pertes. Les Etats négocieront facilement ces bons à des prix qui, faibles, sans doute, au début, augmenteront au fur et à mesure du rétablissement économique de l'Allemagne. De la sorte, tous les pays, aussi bien ceux qui garantiront les bons, que les pays dévastés auront un intérêt commun à la reconstitution rapide de l'Allemagne.

Cette solution implique sans doute quelques difficultés de réalisation — il est, notamment malaisé de déterminer dans quelle proportion la responsabilité financière des pays qui endosseront les bons se trouvera engagée, et pour quelle période de temps. Il ne me semble pas, malgré tout, qu'elle doive être rejetée aussi catégoriquement que le fait le professeur Cassel qui prétend que « les projets de solution sur ces données sont pratiquement nuls » Il me semble, au contraire, que l'une des principales tâches de la conférence sera d'établir les voies et moyens de les rendre possibles.

L'entente commerciale

L'institution d'une Entente financière quelle qu'elle soit ne pourra, à mon avis, être entreprise, sans la formation d'une Entente commerciale, et celle-ci trouvera un avantage égal sinon supérieur, à être assurée par un accord financier. Une raison de plus d'essayer, en premier lieu, de s'assurer un accord financier c'est, d'une part, les tendances nationalistes que cette guerre a exagérément développées et, de l'autre, la nécessité pour les nations en mal de numéraire de s'assurer des revenus au moyen des droits de douane. Jamais il ne sera

possible de faire adopter une résolution dans le sens d' « un mouvement plus libre du commerce extérieur » à moins qu'on en fasse la condition *sine qua non* d'un emprunt international. C'est, je crois, de cette façon qu'on pourra obtenir le résultat désiré, et il faut l'obtenir non seulement pour les nations métropolitaines mais encore davantage pour les possessions coloniales

Charles GIDE.

Paris, 12 juillet 1920

3°) Rapport de M Gustav Cassel

PRINCIPES GÉNÉRAUX

On croit en général que le problème de la reconstitution est essentiellement une question d'apport de capitaux étrangers et que ces capitaux peuvent être prélevés sur les réserves de richesse des autres pays. Il n'en est rien. La reconstitution — dans le sens large que nous donnons à ce mot — est tout d'abord la renaissance de la production dans les pays dévastés. Elle implique la restauration de l'ordre, du travail intensif, de l'organisation et des entreprises privées. Pour faciliter ce travail, un approvisionnement en denrées et en matériel venant de l'étranger est nécessaire et comme ces importations ne peuvent être immédiatement payées par des exportations correspondantes, elles doivent être faites à crédit. C'est le sens véritable de l'expression : « apport de capitaux étrangers ». Il est clair que cet apport ne peut venir des réserves de richesse des pays prêteurs, mais doit être fourni par leur production courante. Pour arriver à ce résultat, les pays prêteurs doivent

produire au-delà de leur consommation et de leurs besoins en capitaux nouveaux. On ne pourra obtenir d'aucune autre source que de ces économies disponibles, faites au jour le jour, des prêts destinés aux travaux de reconstitution.

Il est vrai que pendant la guerre, quelques pays neutres furent mis en demeure d'accorder des prêts qui dépassaient cette limite, mais cela impliquait, comme nous l'avons montré plus haut, la création d'un pouvoir d'achat artificiel qui provoquait l'inflation de la circulation et faisait endurer des privations forcées à toutes les classes de la population. Ceci naturellement, ne peut être renouvelé maintenant. On ne peut attendre d'aucun pays qu'il souscrive des prêts entraînant pour lui-même une nouvelle inflation. Les emprunts pour la reconstitution de la vie économique du monde sur une base solide doivent avoir une origine saine — et celle-ci ne peut être que l'épargne.

Outre les prêts, représentés par l'aide matérielle, on peut venir en aide aux pays dévastés en les dispensant — temporairement ou définitivement — de payer aux autres pays intérêt et capital. En cas de détresse sérieuse, des mesures de ce genre pourront sembler nécessaires afin de rendre possible l'assistance aux travaux immédiats de reconstitution.

Dans la suite de ce mémoire, nous ne nous occuperons pas de ces ajournements ou annulations des dettes et, par les terme « prêts internationaux » nous entendrons un apport réel de capitaux nouveaux.

Si les prêts internationaux ne peuvent provenir que des économies journalières, il nous faut naturellement abandonner les idées fantastiques de ces grands emprunts mondiaux, suffisants pour réparer en une fois tous les dommages causés par la guerre. Il faut nous habituer à considérer un « emprunt international » comme une simple façon de financer le surplus d'exportations du pays prêteur au pays emprunteur.

Nous aurons ainsi moins de difficultés à comprendre qu'il y a des limites précises au montant d'emprunts de ce genre. Il y a, actuellement, une grande pénurie de capitaux dans le monde, pénurie qui nous est rendue tangible par les cours de l'intérêt qui sont anormalement élevés partout où on ne les a pas baissés artificiellement en falsifiant le marché monétaire. Cette pénurie signifie que l'approvisionnement journalier en épargne nouvelle est insuffisant pour satisfaire aux énormes demandes de capitaux. Il est donc nécessaire de réduire ces demandes et de ne satisfaire que les plus importantes. De plus, on doit tout faire pour augmenter le montant de l'épargne.

Etant donné le montant limité de l'épargne, on ne pourra satisfaire aux nouvelles demandes de capitaux qu'en délaissant ces usages auxquels ils auraient été affectés sans cela. Des prêts importants aux pays dévastés impliquent, pour les pays prêteurs, le sacrifice de leurs plans de développement de leurs industries, de leurs transports, la restriction de la construction. Les pays qui possèdent ces disponibilités ne feront ce sacrifice que s'ils sentent que leurs économies peuvent être employées à un usage plus important ou plus urgent. Le moyen naturel de rendre les besoins de l'emprunteur plus importants que ceux du prêteur, c'est l'offre d'un taux d'intérêt élevé. Et on ne peut pas espérer que des pays où la rareté du capital oblige à payer 7 ou 8 p. 100 pour les travaux urgents de développement industriels ou de transports, restreindront encore plus leur marché du capital pour pourvoir aux besoins d'un autre pays qui offrirait un intérêt moins élevé, à moins que ce ne soit pour des raisons de pur humanitarisme. Le taux de l'intérêt a été, en général, plus élevé en Amérique qu'en Europe, et c'était naturel, quand l'Amérique empruntait à l'Europe. A présent, que c'est le contraire, les pays européens qui

désirent obtenir des capitaux de l'Amérique doivent se soumettre aux cours américains.

S'il faut accorder des taux d'intérêt aussi élevés, pour les emprunts de reconstitution, il sera urgent d'exercer un sérieux contrôle sur l'usage qui en sera fait. Les pays dévastés doivent admettre que l'on ne satisfera que leurs besoins les plus urgents pour le moment. Et on devra de préférence employer les capitaux de la façon qui sera la plus immédiatement rémunérative. Il est impossible de faire tout de suite toutes les réparations. Beaucoup de celles qu'il semblerait désirable de faire devront être ajournées. D'un autre côté, il y a certainement, en Europe, un grand nombre de travaux de reconstitution qui justifieraient très rapidement la dépense de capital qu'ils auront coûté, par la simple raison qu'il n'y a pour ainsi dire pas de moyen plus profitable d'utiliser son capital que de ramener la vie économique au point qu'elle avait autrefois atteint.

Dans une période où le besoin de capitaux est si urgent, il est désirable, par-dessus tout, que le montant de l'épargne mondiale soit augmenté à l'extrême. Cela implique, non seulement, une restriction générale de toute consommation inutile, l'abandon de toutes les manifestations de luxe publiques et privées, mais aussi de grands efforts pour augmenter la production. Pour qu'il soit possible d'offrir une aide effective aux pays dévastés, toute la vie économique doit être amenée à son plus haut degré d'efficacité. Mais la première condition, pour obtenir ce résultat, est la reprise immédiate des relations pacifiques entre les nations. Les pays désireux d'obtenir une assistance sous forme de prêts internationaux, doivent se rendre compte qu'il leur est de leur propre intérêt de faire tout le possible pour favoriser un tel développement.

En outre, ces pays doivent prendre en considération les intérêts des prêteurs. Ces intérêts sont étroitement associés à la restauration de la production et des possibilités commerciales de l'Europe et à l'établissement d'une situation stable, politiquement et socialement. Les prêteurs qui ont une vision large du problème de l'aide à la reconstitution financière espèrent obtenir un résultat matériel par la reprise à une date aussi rapprochée que possible, des échanges profitables de marchandises avec une Europe dont la capacité de production sera élevée. Ils réclameront, évidemment, qu'on leur garantisse, non seulement que l'argent prêté par eux sera réellement employé à ces fins et non pas à un déploiement de forces militaires, mais aussi que les pays emprunteurs se mettent sérieusement à l'œuvre de leur résurrection économique et coopèrent sincèrement et par tous les moyens en leur pouvoir à celle des autres pays. Les pays qui montrent le plus de bonne volonté pour atteindre ces buts sont dignes, plus que tout autre, de l'aide de l'étranger. Mais il ne faut pas oublier que des liens de solidarité existent entre tous les pays dévastés, parce que l'assistance octroyée par les autres pays a pour but une restauration *générale* de la situation normale.

Le problème des prêts pour la reconstruction est étroitement lié à la question de l'indemnité. En premier lieu, il sera très difficile d'obtenir des pays étrangers des sommes considérables pour la restauration économique de l'Allemagne, si ces pays n'ont pas la certitude absolue que ces prêts ne seront pas absorbés prématurément par le paiement des indemnités. Jusqu'à ce que les emprunts destinés à restaurer la vie économique aient, dans une certaine mesure, produit leur effet, on préférera souscrire à des emprunts destinés à remettre sur pied un débiteur ruiné et à lui permettre ainsi de payer ses dettes.

Il est important aussi que les obligations de l'Allemagne, au titre d'indemnité, soient fixées. Cela implique la fixation d'un plan de versements annuels, compatible avec les possibilités de paiement de l'Allemagne pendant une période déterminée. Mais la question de savoir comment ces paiements seront effectués, à l'heure actuelle, devra être étudiée soigneusement. L'erreur ordinaire qui consiste à considérer les paiements au seul point de vue des chiffres, est dangereuse et doit être évitée. La capacité de paiement de l'Allemagne est, en elle-même, une question vague, tant que l'on n'aura pas statué sur la façon dont l'Allemagne va être traitée. Si, dès l'armistice, on avait fait quelque chose pour restaurer l'industrie et le commerce de l'Allemagne, celle-ci aurait certainement été en mesure de payer une somme importante durant un certain nombre d'années. D'un autre côté, si les puissances victorieuses pensent qu'il est plus conforme à leurs intérêts d'écraser l'Allemagne économiquement, elles n'auront aucune difficulté à le faire de façon si complète que la capacité de paiement de l'Allemagne sera pratiquement nulle pour payer de nouvelles indemnités. Si l'on doit prendre un moyen terme, il est de toute nécessité de savoir avec précision lequel. La réponse à cette question est de la plus haute importance, non seulement pour l'Allemagne, mais pour les Puissances qui réclament des indemnités et aussi pour les pays qui seront appelés à prêter leur argent afin de rendre, à la vie économique de l'Europe, sa force et sa santé. Dans la question de l'indemnité, comme dans celle des prêts internationaux, il est essentiel qu'il soit généralement admis que l'argent qui sera offert, ne devra provenir ni des revenus futurs, non plus que des réserves de capital, et que ces revenus représenteront nécessairement le résultat de la production et du commerce.

Beaucoup de personnes croient qu'une somme déterminée de l'indemnité pourra être escomptée et, de la sorte, changée

en argent immédiatement disponible. Cela inciterait les prêteurs à offrir un prêt international sur la garantie de l'indemnité. Il y aurait peut-être quelque chose à faire avec un pareil plan si le libre développement économique du pays responsable de l'indemnité était pleinement garanti et si un grand Etat prêteur — les Etats-Unis, par exemple, — se voyait sur ce terrain accorder des compensations, non seulement pour le prêt de l'indemnité, mais aussi pour les sommes importantes qu'il devrait nécessairement placer dans le pays débiteur afin de contribuer à son développement maximum. En fait, toutefois, cette manière de résoudre la question est impraticable. Ce serait une mauvaise affaire pour les prêteurs étrangers que d'escompter l'indemnité sans des garanties de cette sorte, car ils tireraient d'inquiétude les pays bénéficiaires de l'indemnité en les assurant sur l'avenir économique du pays débiteur, tandis que celui-ci resterait sous la dépendance militaire, et, quelquefois, dans une certaine mesure, sous le contrôle économique de l'autre pays. L'impossibilité d'une semblable solution est suffisamment claire.

En somme, il semble qu'il n'y ait aucune raison de lier la question de l'indemnité à celle de la recherche de garanties pour le prêt international qui est nécessaire aux nations victorieuses. Le nom d'une firme évidemment écrasée et ruinée n'ajoute généralement pas grand chose à la sécurité d'un billet; et, certes, la perspective d'être rendu co-partenaire et co-exécuteur de l'indemnité allemande n'ajoutera pas grand chose, pour les prêteurs étrangers, au pouvoir d'attraction du prêt aux pays victorieux.

LA STABILISATION INTERNATIONALE DES CHANGES

La stabilisation locale de la valeur de l'argent, c'est-à-dire de sa capacité d'achat est un problème d'extrême urgence pour tous les pays. Quand deux nations auront atteint ce résultat, un nouveau cours normal de change s'établira entre elles, cours qui sera déterminé par le quotient du pouvoir d'achat de la monnaie respective des deux pays. Comme la liberté du commerce et la confiance générale se rétablissent graduellement, les déviations anormales du change que nous avons décrites (VI) s'affaibliront de plus en plus, jusqu'à disparaître, et les cours actuels tendront à se rapprocher de plus en plus de la normale.

Les nouveaux cours normaux du change seront, dans certains cas, très différents de ceux d'avant guerre. Ceci n'a qu'une importance secondaire, l'essentiel est que des cours normaux soient rétablis et qu'ils restent aussi constants que possible. Pour cela, il suffit que la valeur locale de chaque étalon monétaire soit maintenue.

C'est l'intérêt de tous les pays que la stabilisation soit obtenue le plus tôt possible : les changes normaux ne peuvent s'établir entre des étalons sans stabilité. Il serait donc contraire à l'intérêt général qu'un pays ait la liberté de continuer à augmenter son inflation ou qu'il soit laissé dans des conditions telles que l'inflation y soit inévitable. Mais pour des raisons analogues, il serait également contraire à l'intérêt général qu'un pays essaie par le procédé de la déflation continue, d'augmenter la valeur locale de son étalon monétaire, jusqu'à la rétablir à sa valeur d'avant la guerre. Il est probable, du reste, que cette politique ne réussirait pas.

Ici nous touchons au nœud du problème. Le monde est

affecté au plus haut point de l'incertitude où l'on est de la valeur locale de l'argent dans les divers pays, et des fluctuations incessantes que subissent les cours des changes. La production qui comporte des placements de capitaux devient hasardeuse du fait de cette incertitude de la valeur de l'argent. Il en sera de même pour les transactions internationales, tant que personne ne pourra dire — même approximativement — quel sera le cours du change quand la transaction aura abouti. Cela retarde beaucoup la reprise de l'activité productrice et du commerce international, au grand détriment du monde entier.

Notre premier but en résolvant ces difficultés, devra être de rétablir la stabilité et la sécurité. Chaque pays devra déterminer, le plus tôt possible, quelle valeur locale il donnera à son argent, quel degré de déflation il croit possible et convenable d'atteindre, ou, dans les plus mauvais cas, quelle limite il pourra donner à une nouvelle inflation. Une fois cette politique déterminée, on devra la rendre publique afin que le public sache à quoi s'en tenir. A l'intérieur, cet exposé coupera court à tous les racontars qui annoncent la restauration des moyennes de prix d'avant guerre, et elle calmera les craintes et les espoirs fondés sur une nouvelle révolution des prix; la foi dans la stabilité future de l'argent, sera la base d'un nouveau développement de la vie économique du pays. A l'extérieur, cette foi dans la stabilité des changes stimulera le commerce international. La fixation de la politique de stabilisation de l'étalon le plus important du monde sera très précieuse aux petits pays qui désirent adapter leur étalon à celui-là. Ce sera une excellente mesure que de rendre publique la politique monétaire parce que ceci obligera le Gouvernement et la banque d'émission à envisager plus sérieusement l'ensemble du problème et qu'ils se trouveront ainsi engagés moralement à suivre cette politique.

Il serait bien que les principes généraux suivant lesquels on agira en cette matière soient adaptés internationalement. La stabilisation de la valeur locale des unités monétaires ne peut conduire qu'à la stabilisation de la parité de pouvoir d'achat entre ces unités. Mais des déviations sont possibles dans ces cours normaux. Ces déviations font, à l'heure actuelle, un tort considérable aux affaires monétaires mondiales. La solution du problème de la stabilisation des changes doit comporter les moyens de prévenir ces déviations.

Quand un pays aura, comme l'Allemagne par exemple, une importante dette flottante à l'étranger, sous forme de billets de banque ou autres, de dettes sur les comptes courants des banques, la première mesure qu'il devra prendre, sera de changer ces dettes en un emprunt consolidé. Tant que cette dette flottante existera, en effet, elle tendra à déprécier la monnaie du pays sur les marchés internationaux, en dépréciant sa parité de pouvoir d'achat. Ceci conduira le pays à prendre des mesures extraordinaires pour protéger son marché intérieur contre la diminution du pouvoir d'achat. Un grand emprunt de consolidation, pour le rachat de ses moyens de paiement en circulation à l'extérieur au moyen de marks allemands, sera le premier pas que l'Allemagne devra faire pour ramener son change aux conditions normales. L'emprunt, naturellement, serait souscrit, en grande partie, par les détenteurs actuels de marks allemands qui seront poussés à agir ainsi par l'espoir qu'il en résultera une plus-value du mark. Tous les pays qui sont dans le même cas, quoique sur une échelle moindre, devront agir de même.

On devra également prendre des mesures pour faire cesser cette pratique de vendre au dehors sa propre monnaie afin d'acquérir des pouvoirs d'achat dans les pays étrangers. C'est un problème délicat que des prohibitions directes pourront

difficilement résoudre. Mais des arrangements internationaux pourront être utiles à cet égard, l'un surtout qui consisterait à donner à un pays en détresse, la possibilité d'obtenir les crédits qui lui seraient absolument nécessaires par la voie normale des emprunts.

Supposons ces deux points réglés, le problème se réduit au rétablissement de la liberté et de l'égalité du commerce international. Et d'abord, la première chose à faire, est d'abolir les prix de faveur faits aux marchés locaux, ou aux acheteurs de certains pays étrangers. La possession d'une somme quelconque en numéraire d'un pays constitue un droit strict d'acheter sur le marché local de ce pays, droit indépendant des questions de nationalité du possesseur et de destination des marchandises. Si ce principe élémentaire est méconnu, on essayera vainement d'obtenir une évaluation internationale de la monnaie basée sur son pouvoir d'achat dans le pays.

La seconde condition à remplir sera d'abolir les empêchements que certains pays pourraient mettre au commerce de certains autres. Pratiquement, cette mesure implique que les prohibitions d'importation et d'exportation seront limitées à la seule protection de certaines marchandises de première nécessité, en cas de disette de ces marchandises. Mais, en aucun cas, on ne pourra maintenir des prohibitions uniquement destinées à servir de base à un système de licences tendant à faire peser certains fardeaux spéciaux sur le commerce.

Ces deux conditions demandent le sacrifice d'une politique qui cherche à favoriser son propre pays au détriment des autres. Il est fâcheux que des pratiques qui avaient été abandonnées depuis longtemps comme nuisibles au commerce extérieur et même intérieur aient été remises de nouveau en vigueur. Si un pays peut y trouver son avantage, il

court le risque qu'un autre pays agisse de même à son égard, et c'est de nouveau la confusion dans la parité des pouvoirs d'achat.

Un arrangement international, à ce sujet, serait bien nécessaire.

Si ces mesures sont indispensables pour résoudre le problème des changes internationaux, elles sont aussi suffisantes. On peut faire le commerce international quelle que soit la parité entre les divers étalons : la seule chose essentielle est que les changes restent fermes aux environs de cette parité.

On croit parfois que l'établissement d'un étalon monétaire international favoriserait la reprise des affaires : c'est une erreur. Si chaque pays, en effet, a le droit de conserver sa monnaie propre, la monnaie internationale remplira simplement les fonctions d'un lien intermédiaire dans les paiements internationaux. Mais on n'a nul besoin d'un pareil lien. Tant que la valeur internationale d'une monnaie sera instable, les changes entre cette monnaie et l'étalon international varieront également, et l'établissement de cet étalon aura contribué non pas à la stabilisation des changes, mais à créer une nouvelle et inutile complication. Une autre combinaison serait que les pays dont la monnaie est dépréciée abandonnent leur ancien étalon et introduisent à la place le nouvel étalon international. Ce serait une opération extrêmement difficile, le problème de la conversion de l'ancienne monnaie en nouvelle étant très délicat. Du reste, si les pays désirent réellement abandonner leur ancien étalon ils pourraient tout aussi bien introduire l'un des étalons déjà existants, le dollar par exemple, et il n'y aurait pas besoin de créer un nouvel étalon pour cela. La popularité dont jouit l'idée d'un étalon international est basée sur la croyance que la question des changes serait éliminée si l'on adoptait une unité monétaire commune à

tous. L'expérience de ces dernières années a cependant démontré la futilité de cette croyance. Le problème de la conservation du change établi entre deux pays reste essentiellement le même, que les pays aient la même unité monétaire ou non. Et un pays qui prendrait le dollar, ou même une nouvelle unité monétaire internationale comme base de son système monétaire, ne s'assurerait pas, pour cela, un change stable même à l'égard du dollar ou de cet étalon international.

Dans ces conditions, il est difficile de voir les avantages réels qu'un pays comme l'Autriche pourrait retirer de l'introduction, à côté de sa monnaie actuelle, d'un nouvel étalon spécialement destiné à servir de base à son commerce extérieur. Le problème de la valeur du change de la monnaie autrichienne actuelle resterait le même en substance bien que converti en une question intérieure. Et alors surgirait un autre problème, celui du change du nouvel étalon à l'égard de ceux des pays étrangers : ce fait que l'on a choisi nouvel étalon donne un air de simplicité au problème et empêche le public d'en saisir les difficultés réelles.

Si nous analysons les différents projets favorables à la création d'un nouvel étalon international, nous remarquerons qu'ils prévoient presque tous la création de nouvelles provisions de papier-monnaie et qu'ils sont considérés généralement comme très utiles à cause des pouvoirs d'achat nouveaux qu'ils permettraient par ce moyen d'affecter à des usages regardés comme indispensables au monde entier. Mais, au total, ces projets tendent à continuer, en la rendant mondiale, cette politique d'inflation qui jusqu'à présent n'avait

été que nationale. Il est clair que telle ne peut pas être la solution aux difficultés monétaires du monde entier à l'heure présente.

Gustav CASSEL,

Vu : *le Doyen.*

F. LARNAUDE.

Vu : *le Président.*

H. TRUCHY.

Vu et permis d'imprimer :

*Le Recteur de l'Académie
de Paris,*

P. APPELL.

OUVRAGES CONSULTÉS

Ouvrages généraux

- Hume (David).** — *Œuvres économiques*, Guillaumin et Cie.
Ricardo. — *Œuvres complètes*, Paris, Guillaumin et Cie.
Stuart-Mill. — *Principes d'économie politique*, Guillaumin et Cie.
Goschen. — *Théorie des changes étrangers*; traduction et introduction de Léon Say, Guillaumin, 1896.
Colson (C.). — *Cours d'économie politique*, livre IV, Félix Alcan, 1903.
Gide (Ch.). — *Cours d'économie politique*, 3^e édition, Larose et Tenin.
Truchy (H.). — *Cours d'Economie Politique*, Tenin, 1919.
Arnaudé (Aug.). — *La monnaie, le crédit et le change*, 4^e édition, F. Alcan, 1909.
Lévy (R.-G.). — *Mélanges financiers*, Hachette, 1894.
Barriol (A.). — *Théorie et pratique des opérations financières*, Octave Doin, 1908.
Deschamps — *Les changes* Emmanuel Vitte, 1916.

Ouvrages spéciaux

- Alfassa (M.).** — Articles dans la *Nouvelle Revue*, 1913, 1916, 1917, 1918.

- Besnard (R.) et Aymard (Camille).** — *Où va-t-on ?* Hachette, 1919.
- Correard (J.) (Probus).** — *Des finances modernes pour vivre. L'organisation internationale des changes et les emprunts aux banques*, éditions Bossard, 1920.
- Décamps (Jules).** — *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre* (Communication à la Société d'Economie politique de Paris, 5 avril 1918), Berger-Levrault.
- Figard (Jean).** — *Lendemain financiers d'une guerre*, Alcan 1915.
- Hillel (Léon).** — *Mouvements du change et politiques de stabilisation*, Emile Larose, 1919.
- Lavergne (Bernard).** — *La banque de l'Algérie; le mécanisme de change franco-algérien*, Léon Tenin, 1919.
- Luzzatti (Luigi).** — *La Chambre de compensation internationale pour modérer le cours du change*, éditions de l'Institut français de Florence, 1916.
- Manchez (G.).** — *Sociétés de dépôts, banques d'affaires*, Delagrave, 1918.
- Nogaro (B.).** — *La crise actuelle des changes* (*Revue politique et parlementaire*, 10 août 1916).
- Polier (Léon).** — *Articles dans l'Europe nouvelle et le Correspondant*.
- Marin (Louis).** — *Rapport sur le budget ordinaire des services civils de l'exercice 1919. Annexe au procès-verbal de la séance du 20 mai 1919, n° 6158.*
- ✶ *Rapports trimestriels de la Commission des Changes au Journal officiel.*
- Les collections du *Temps*, du *Journal des Débats*, de l'*Economiste français*, de l'*Economiste Européen*, de la *Situation économique et financière*, du *Moniteur des intérêts matériels*, du *Pour et le Contre*.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction.....	1
-------------------	---

PREMIERE PARTIE

Le Change international. Son rôle dans la vie économique.

Les différentes significations du mot « change ».....	11
Mécanisme du commerce international.....	13
Balance du commerce et balance des comptes.....	16
Change intérieur et change international.....	24
Le change entre pays à circulation saine.....	29
Le change dans les relations avec un pays à circulation monétaire dépréciée	40
Conséquences d'un change déprécié sur la vie économique intérieure d'un pays.....	42
Influence d'un change déprécié sur le commerce exté- rieur	53
De la stabilisation des cours.....	64

DEUXIEME PARTIE

Les Changes depuis la guerre.

CHAPITRE PREMIER. — Effets de la guerre sur le commerce des changes.....	73
CHAPITRE II. — Les bases de la politique des changes des Etats belligérants	79
SECT. 1. — La réglementation du commerce extérieur	79
a) Le réglementation des importations	79
b) La réglementation des exportations	84
SECT. 2. — La réglementation de l'exportation de capitaux et du commerce des devises	86
SECT. 3. — Les conventions financières internationales et les opérations de crédit	102
a) La politique de l'or.....	102
b) La mobilisation des portefeuilles privés...	111
c) Les crédits	116
CHAPITRE III. — Revue des principaux marchés (août 1914, commencement 1919).....	125
Le marché de Paris	125
Le marché de Londres.....	133
Le marché de New-York.....	135
Le marché de Berlin	136
Le marché de Genève	137

CHAPITRE IV — La situation actuelle.....	142
Production. — La question du charbon et la Confé-	
rence de Spa.....	154
Importations et exportations	158
Réduction de l'inflation judiciaire.....	163
Envois d'or	170
Elévation du taux de l'escompte	170
Réglementation de l'exportation des capitaux	172
L'aide américaine	178
Sur la voie de l'entr'aide internationale. La prépa-	
ration de la Conférence financière internationale	
de Bruxelles	182
ANNEXE I. — Rapport de M. Léon Bourgeois.....	207
ANNEXE II. — Conférence de Bruxelles. — Rap-	
ports préliminaires.....	213

ERRATA

Page 43, ligne 3, lire : « Or, les prix sont proportionnels
à la quantité de numéraire en circulation ».

Page 81, ligne 19, lire : « Qu'avec le retour de la paix,
nous soyons revenus..... ».

Page 124, supprimer la ligne 17 : « Il aurait fallu un
double intérêt ».

Page 175, ligne 20, lire : « Indispensables à notre
commerce d'importation ».

Page 204, ligne 13, lire : « En remettant trois billets... ».

